



T.C.
GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**SERMAYE ARTIRIMINI ETKİLEYEN ŞİRKETE ÖZGÜ
FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ**

Hazırlayan
İsmail TUNA

İşletme Ana Bilim Dalı
Muhasebe-Finansman Bilim Dalı
Doktora Tezi

Danışman
Doç. Dr. Süleyman Serdar KARACA

TOKAT - 2014

SERMAYE ARTIRIMINI ETKİLEYEN ŞİRKETE ÖZGÜ
FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ

Tezin Kabul Ediliş Tarihi: 07/07/2014

Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı Soyadı)

İmzası

Başkan : PROF.DR. FATİH COŞKUN ERTAŞ

Üye : DOÇ.DR. RÜŞTÜ YAYAR

Üye : DOÇ.DR. SÜLEYMAN SERDAR KARACA

Üye : YRD.DOÇ.DR. ERGİN BAY UĞURLU

Üye : YRD.DOÇ.DR. MİHRİBAN COŞKUN ARSLAN

Bu tez, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun
30/06/2014 tarih ve 19/08 sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul
edilmiştir.

Enstitü Müdürü:

Prof. Dr. Ali AÇIKEL
Enstitü Müdürü

Mühür
İmza



T.C.

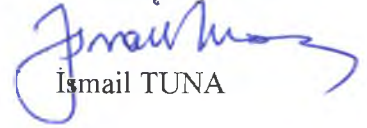
GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu, bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçlara atıf yaptığımı ve kaynağını gösterdiğimi beyan ederim.

(07/07/20014)

Tezi Hazırlayan



İsmail TUNA

ÖZET

Doktora Tezi

Sermaye Artırımını Etkileyen Şirkete Özgü Faktörlerin Belirlenmesi

İsmail TUNA

Gaziosmanpaşa Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Sermaye artırımı, bir şirketin esas (kayıtlı) sermayesine karşılık olan hisse senetlerinin bedelleri ödendikten sonra genel kurul (yönetim kurulu) kararı ile yeni hisse senedi çıkarılarak şirket sermayesinin artırılmasıdır. Şirketler sermaye artırımlarını; dış kaynaklardan yapılan (bedelli), iç kaynaklardan yapılan (bedelsiz) ve iç ve dış kaynakların birlikte kullanıldığı (bedelli ve bedelsiz) olmak üzere üç türlü yaparlar.

Sermaye artırım kararları, sermaye piyasalarında normalden uzaklaşma durumu olarak ifade edilen “anomali”lere neden olmaktadır. Türkiye ve Dünya’da sermaye artırımı ile ilgili yapılmış olan birçok çalışma, sermaye artırım kararlarının duyurulmasından önceki ve sonraki günlerdeki hisse fiyatları üzeri yoğunlaşmaktadır. Bu tezin amacı, Borsa İstanbul (BIST) Sanayi Endeksinde yer alan sanayi şirketlerinin sermaye artırım kararlarını etkileyen şirkete özgü faktörlerin belirlenmesi için ampirik bir çalışma sunmaktır. 2003-2013 yılları arasında sanayi endeksinde yer alan 126 şirkete ait finansal oranlar kullanılarak 14 bağımsız değişken ve 3 nitel bağımlı değişken (sermaye artırımı yok-bedelli sermaye artırımı var, sermaye artırımı yok-bedelsiz sermaye artırımı var, sermaye artırımı yok-sermaye artırımı var) ikili tercih modeli şeklinde panel logit yöntemi ile analiz edilmiştir. Sonuçta, her üç modelde de Ödenmiş Sermaye/Özkaynak ve Duran Varlık/Toplam Aktif değişkenlerinin sermaye artırım kararını ve şeklini pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Artırımı, Bedelli Sermaye Artırımı, Bedelsiz Sermaye Artırımı, Sermaye Yapısı, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

PhD Thesis

Determining the Firm Specific Factors Affecting the Capital Increase

İsmail TUNA

Gaziosmanpaşa University

Institute of Social Sciences

Department of Business Administration

Capital increase is the raise in the company capital by floating new stocks through the decision of the plenary board (the board of directors) after the stocks that are corresponding to the company's main (registered) capital are fully paid. The companies increase their capital on three ways; external sources (right), internal sources (bonus) and the use of both external and internal sources (right and bonus).

The decision of capital increase causes "anomalies" referred as the state of alienation from the normality in capital markets. Many studies about the capital increase in Turkey and around the world focus on the share price before and after a few days of the announcement of the capital increase decision. The aim of this thesis is to present an empirical study to determine the firm specific factors which affect the capital increase decisions of the companies which take place in Borsa Istanbul (BIST) Industrial Index. By using the financial ratios of 126 companies in industrial index between 2003-2013, 14 independent variables and 3 qualitative dependent variables (no capital increase-right issue is present, no capital increase-bonus issue is present, no capital increase-capital increase is present) were analyzed by panel logit method as binary choice model. As a result of the study, it was determined that Paid Capital/Equity Capital and Fixed Assets/Total Assets variables have a positive effect on capital increase decision and its procedure in all three models.

Key Words: Capital Increase, Right Issue, Bonus Issue, Capital Structure, Panel Data Analysis

İÇİNDEKİLER

ONAY SAYFASI.....	i
ETİK SÖZLEŞME.....	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	xi
1. GİRİŞ	1
2. HİSSE SENETLERİNDE KAZANÇ, HALKA ARZ VE KAR PAYI DAĞITIMI....	3
2.1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI	3
2.2. HİSSE SENEDİNİN SAĞLADIĞI HAKLAR	5
2.3. HİSSE SENEDİNİN SAĞLADIĞI KAZANÇLAR	6
2.3.1. Kar payı (temettü) kazancı	6
2.3.2. Sermaye kazancı	7
2.3.3. Rüçhan Hakkı Kazancı	7
2.4. HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI.....	7
2.4.1. Halka Arz Süreci	8
2.4.2. Halka Arzın Çeşitleri	11
2.4.2.1. Kuruluşta Halka Arz	12
2.4.2.2. Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı	14
2.4.2.3. Sermaye Artırımları Yoluyla Halka Arz.....	15
2.5. HİSSE SENETLERİNDE TEMETTÜ (KAR PAYI) DAĞITIMI	18
2.5.1. Kar Payı Dağıtım Süreci.....	18
2.5.2. Kar Payı Dağıtım Şekilleri	23

2.5.2.1. Ayni Kar Payı	23
2.5.2.2. Bono Kar Payı.....	24
2.5.2.3. Tasfiyeden Kar Payı.....	24
2.5.2.4. Hisse Senetlerinin Geri Alınması Yoluyla Kar Payı	24
2.5.2.5. Nakit Kar Payı	25
2.5.2.6. Hisse Kar Payı	25
2.5.2.7. Hisse Bölünmesi	29
2.5.2.8. Melez Kar payı.....	33
2.5.2.9. Seçmeli Kar Payı	33
2.5.2.10. İntifa Senedi Şeklinde Kar Payı.....	34
3. ŞİRKETLERDE SERMAYE YAPISI KARARLARI	35
3.1. SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	36
3.1.1. Ekonomik Koşullar	37
3.1.2. Endüstriye Özgü Koşullar	39
3.1.3. Şirkete özgü koşullar	41
3.2. SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI	44
3.2.1. Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları	45
3.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı	46
3.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	47
3.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım	49
3.2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı	51
3.2.2. Diğer Sermaye Yapısı Yaklaşımları	52
3.2.2.1. Dengeleme Teorisi (Trade-off Theory)	53
3.2.2.2. Temsil Maliyetleri (Vekalet) Teorisi (Agency Cost Theory)	54
3.2.2.3. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)	55
3.2.2.4. Açıklama Teorisi (Signalling Theory)	57

4. SERMAYE ARTIRIMLARI	59
4.1. SERMAYE ARTIRIMI TÜRLERİ.....	59
4.1.1. Dış Kaynaklardan Yapılan (Bedelli) Sermaye Artırımı	59
4.1.2. İç Kaynaklardan Yapılan (Bedelsiz) Sermaye Artırımı	62
4.1.3. İç ve Dış Kaynakların Birlikte Kullanıldığı (Bedelli ve Bedelsiz) Sermaye Artırımı	66
4.2. SERMAYE ARTIRIMININ HUKUKİ YÖNÜ	68
4.2.1. Ticaret Kanunu'na Göre Sermaye Artırımı	69
4.2.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Sermaye Artırımı	74
4.3. ANOMALİLER VE SERMAYE ARTIRIMLARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNE ETKİSİ.....	77
4.3.1. Anomaliler	77
4.3.1.1. Düşük Fiyatlı Hisse Senedi Anomalisi	78
4.3.1.2. Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Anomalisi	79
4.3.1.3. Hafta Sonu Anomalisi	80
4.3.1.4. Ocak Ayı Anomalisi	82
4.3.1.5. Mutlak Zıtlık Anomalisi	84
4.3.2. Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi	85
4.3.2.1. Nötr Fiyat Etkisi	85
4.3.2.2. Pozitif Fiyat Etkisi	85
4.3.2.3. Negatif Fiyat Etkisi	86
4.3.2.3.1. Bilgiye Dayalı Hipotezler	86
4.3.2.3.2. Fiyat Baskısı Hipotezi	88
4.3.2.3.3. Finansal Kaldıraç Hipotezi	89
5. LİTERATÜR TARAMASI.....	90
5.1. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR.....	90

5.1.1. Yurt İçinde Yapılmış Çalışmalar	90
5.1.2. Yurt Dışında Yapılmış Çalışmalar	96
5.2. SERMAYE ARTIRIMI İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR	105
5.2.1. Yurt İçinde Yapılmış Çalışmalar	105
5.2.2. Yurt Dışında Yapılmış Çalışmalar	113
6. SERMAYE ARTIRIMINI ETKİLEYEN ŞİRKETE ÖZGÜ FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ VE BORSA İSTANBUL (BIST) SANAYİ ENDEKSİ ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA	120
6.1. BORSA İSTANBUL VE SANAYİ ENDEKSİ HAKKINDA GENEL BİLGİ	120
6.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	126
6.3. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ	127
6.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	128
6.4.1. Betimleyici İstatistikler	130
6.4.2. Durağanlıkların İncelenmesi	137
6.4.3. Modellerin Tahmini	141
6.4.3.1. Model 1 : 0 sermaye artırımı yok, 1 bedelli sermaye artırımı var	142
6.4.3.2. Model 2: 0 sermaye artırımı yok, 1 bedelsiz sermaye artırımı var	146
6.4.3.3. Model 3: 0 sermaye artırımı yok, 1 sermaye artırımı var	149
7. SONUÇ	153
KAYNAKLAR:	158
EKLER:	172
EK1: Analize Dahil Edilen BIST Sanayi Endeksi Şirketleri	172
EK2: SA1 Bağımlı Değişkeni İçin Zaman Serisi Grafikleri	174
EK3: SA2 Bağımlı Değişkeni İçin Zaman Serisi Grafikleri	181
EK4: SA3 Bağımlı Değişkeni İçin Zaman Serisi Grafikleri	188
ÖZGEÇMİŞ	195

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1. TTK'ya Tabi Şirketlerde Kar Payı Dağıtım Tablosu	20
Tablo 2. SPK'ya Göre Kar Dağıtım Tablosu	21
Tablo 3. SPK'ya göre Kâr Payı Oranları Tablosu	22
Tablo 4. Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımlarının Özet Tablosu	52
Tablo 5. Diğer Sermaye Yapısı Teorileri.....	53
Tablo 6. Sermaye Yapısı Teorileri ve Borçlanmayı Etkileyen Faktörler	58
Tablo 7. BİST Pay Piyasası Hesaplanan Endeksler.....	123
Tablo 8. Kullanılan Değişkenler Tablosu	127
Tablo 9. Kullanılan Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri	131
Tablo 10. Sermaye Artırım Şekline Göre Değişkenlerin Ortalama Değerleri.....	131
Tablo 11. Sermaye Artırım Şekline Göre Değişkenlerin Yıllar Bazında Ortalamaları	133
Tablo 12. Sermaye Artırım Şekline Göre Değişkenlerin Yıllar Bazında Ortalamaları (Devamı)	134
Tablo 13. Kullanılan Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayısı Değerleri	135
Tablo 14. Bağımlı Değişken Frekans Tablosu.....	137
Tablo 15. Bağımlı Değişken Frekans Tablosu.....	137
Tablo 16. Bağımlı Değişken Frekans Tablosu.....	137
Tablo 17. Birim Kök Sınamaları.....	139
Tablo 18. Birim Kök Sınamaları (Devamı)	140
Tablo 19. Geniş Model I - Bağımlı Değişken (SA1).....	142
Tablo 20. Daraltılmış Model I - Bağımlı Değişken (SA1)	144
Tablo 21. Odds Oranları I - Bağımlı Değişken (SA1).....	146

Tablo 22. Geniş Model II - Bağımlı Değişken (SA2).....	147
Tablo 23. Daraltılmış Model II - Bağımlı Değişken (SA2).....	148
Tablo 24. Odds Oranları II - Bağımlı Değişken (SA2).....	149
Tablo 25. Geniş Model III - Bağımlı Değişken (SA3)	150
Tablo 26. Daraltılmış Model III - Bağımlı Değişken (SA3).....	151
Tablo 27. Odds Oranları III - Bağımlı Değişken (SA3)	151
Tablo 28. Modeller Özet Tablosu	152

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Net Gelir Yaklaşımı'nda Ortalama Sermaye Maliyeti	46
Şekil 2. Net Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri	47
Şekil 3. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda Ortalama Sermaye Maliyeti	48
Şekil 4. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda Şirket Değeri	48
Şekil 5. Geleneksel Yaklaşım'da Ortalama Sermaye Maliyeti.....	50
Şekil 6. Geleneksel Yaklaşım'da Şirket Değeri.....	50
Şekil 7. NO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	174
Şekil 8. FKO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	174
Şekil 9. PDDD Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	175
Şekil 10. DSHKF Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	175
Şekil 11. DURVTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	176
Şekil 12. TBTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	176
Şekil 13. FVKTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	177
Şekil 14. FVKAMORTTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	177
Şekil 15. ODSERZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	178
Şekil 16. UVYKZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	178
Şekil 17. TBZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	179
Şekil 18. EFKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	179
Şekil 19. FKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	180
Şekil 20. NO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	181
Şekil 21. FKO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	181
Şekil 22. PDDD Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	182

Şekil 23. DSHKF Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	182
Şekil 24. DURVTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	183
Şekil 25. TBTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	183
Şekil 26. FVKTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	184
Şekil 27. FVKAMORTTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	184
Şekil 28. ODSERZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	185
Şekil 29. UVYKZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	185
Şekil 30. TBZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	186
Şekil 31. EFKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	186
Şekil 32. FKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	187
Şekil 33. NO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	188
Şekil 34. FKO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	188
Şekil 35. PDDD Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	189
Şekil 36. DSHKF Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	189
Şekil 37. DURVTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	190
Şekil 38. TBTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	190
Şekil 39. FVKTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	191
Şekil 40. FVKAMORTTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	191
Şekil 41. ODSERZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	192
Şekil 42. UVYKZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	192
Şekil 43. TBZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	193
Şekil 44. EFKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği	193
Şekil 45. FKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği.....	194

KISALTMALAR LİSTESİ

AbR	:	Abnormal Return
ASE:	:	American Stock Exchange
BAP	:	Borçlanma Araçları Piyasası
BHAR	:	Buy and Hold Abnormal Returns
BİST	:	Borsa İstanbul
BK	:	Borçlar Kanunu
CAR	:	Cumulative Abnormal Returns
DİBS	:	Devlet İç Borçlanma Senetleri
GİP	:	Gelişen Şirketler Piyasası
GK	:	Genel Kurul
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MB	:	Merkez Bankası
NYSE	:	New York Stock Exchange
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
ŞBSA	:	Şarta Bağlı Sermaye Artırımı
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
VIOP	:	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
YK	:	Yasal Kayıt

1. GİRİŞ

Şirketlerin, finansman ihtiyaçlarını borçlanmayla mı, yoksa özkaynaklarla mı karşılayacağı sorusu; sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve şirket değerini etkilediği için gittikçe artan bir öneme sahip olmaktadır. Yüksek enflasyon şartlarında erimiş olan sermayelerini güçlendirmek, şirketin faaliyetlerinin reel büyümesi sonucu gereken fon ihtiyacını gidermek, yeni yatırımlar yapmak gibi nedenlerle ortaya çıkan finansman ihtiyacını şirket yönetimi özkaynaklarla karşılama yoluna gittiğinde ise üç seçenikle karşı karşıya kalmaktadır. Bunlar: iç kaynaklardan yapılan (bedelsiz), dış kaynaklardan yapılan (bedelli) ve iç kaynaklar ile dış kaynakların birlikte kullanıldığı sermaye artırımındır.

Payları borsada işlem gören hisse senetleri, sermaye artırım kararı aldığı anda Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla bunu duyurmak zorundadır. Duyurunun yapılmasından önceki ve sonraki günlerde işlem hacmi ve fiyatlarındaki ani dalgalanmalar nedeni ile normalden uzaklaşma durumu olarak ifade edilebilen “anomali”ler oluşmaktadır. Akademik çalışmalar çoğunlukla sermaye artırımının hisse fiyatlarına etkisi üzerine yoğunlaşırken, sermaye artırım kararlarını etkileyen şirkete özgü faktörler ihmal edilmiştir.

Sermaye artırım kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi amacıyla yapılan çalışmayı, daha bütüncül yaklaşımla anlatabilmek için; önce hisse senedi kavramından, sağladığı haklardan, kazançlardan hisselerin halka arz sürecinden ve kar dağıtım şekillerinden bahsedilmiştir. İkinci olarak, sermaye artırımını ile ilişkisi bakımından

sermaye yapısını etkileyen faktörler ve sermaye yapısı yaklaşımları anlatılmıştır. Üçüncü olarak, Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında sermaye artırımının hukuki yönü ve getirdiği yenilikler ele alınmış daha sonra düşük fiyat, fiyat/kazanç oranı, hafta sonu, ocak ayı ve mutlak zıtlık anomalileri hakkında açıklamalar yapılmıştır. Sermaye artırımlarının hisse fiyatları üzerine etkisi, nötr, pozitif ve negatif etkisi olmak üzere üç başlık altında açıklanmıştır. Dördüncü olarak, literatür taraması Türkiye ve Dünya'da yapılmış başlıca çalışmalar şeklinde verilmiştir. Son kısımda ise sermaye artırım kararlarını etkileyen şirkete özgü faktörleri belirleyebilmek için Borsa İstanbul (BIST) sanayi endeksindeki sanayi şirketleri üzerine panel logit yöntemiyle yapılan uygulama ve sonuçlarından bahsedilmiştir.

2. HİSSE SENETLERİNDE KAZANÇ, HALKA ARZ VE KAR PAYI DAĞITIMI

Sermaye piyasalarında en fazla bilinen ve işlem gören finansal araçlardan birisi “hisse senedi”dir. Pay senedi olarak da ifade edilen bu finansal araç ile ilgili olarak, sağladığı hakların ve kazançların, halka arz sürecinin, kar payı dağıtımının süreci ve şekillerinin bilinmesi konunun daha iyi anlaşılması açısından yararlı olacaktır.

2.1. HİSSE SENEDİ KAVRAMI

Anonim ortaklıklar, sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar ve özel kanunla kurulmuş kurumlar (T.C. Merkez Bankası, Kamu İktisadi Teşekkülleri, Sigorta şirketleri gibi) tarafından çıkarılan, şirket sermayesine katılımı temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evraklara hisse senedi adı verilmektedir. Sağladığı haklar, dolaşım yeteneği gibi çeşitli kriterler açısından hisse senedi türleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Canbaş ve Doğukanlı, 2001:33-35)

- Adi - Ayrıcalıklı (imtiyazlı) hisse senedi
- Nama - hamiline yazılı hisse senedi
- Bedelli - bedelsiz hisse senedi
- Primli - primsiz hisse senedi
- Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Hisse senetleri nama (isme yazılı) ya da hamiline yazılı olarak çıkarılabilir. Hisse senetleri ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu tip hisse senetlerine, adi hisse senetleri denir. Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine göre kara katılmada, yönetim ve denetim kuruluna üye seçiminde, oy hakkında ve benzeri konularda ana sözleşmeye dayanarak sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilir. Bir anonim ortaklıkla çeşitli imtiyazlara sahip hisse senetleri bulunuyorsa bunlar farklı grup isimleriyle adlandırılırlar (A grubu, B grubu, C grubu gibi) ve Borsa'da farklı işlem sıralarında işlem görürler (<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr>).

Üzerinde yazılı değer ile diğer bir deyişle nominal değerden ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir.

Nakit/bedelli sermaye artırımını yoluyla ihraç edilen ve ortaklığa dış kaynaklardan fon akışı sağlayan hisse senetlerine bedelli hisse senedi, iç kaynaklardan sermaye artırımını yoluyla ihraç edilen ortaklığa dışarıdan fon akışı sağlamayan hisse senetlerine ise bedelsiz hisse senedi denir (Bolak, 1991:77).

Kuruluşta emeği geçenler için çıkarılan, ortaklık ve şirket yönetimine katılma hakkı vermeyen senetler kurucu hisse senetleridir. Sadece şirket kârının bir kısmı için alacak hakkı verir. İntifa hisse senetleri ise bazı kişiler için alacak ya da hizmetleri karşılığı çıkarılan ve ortaklık hakkı sağlamayan hisse senetleridir (Karslı, 2004:448).

2.2. HİSSE SENEDİNİN SAĞLADIĞI HAKLAR

Hisse senetleri aşağıdaki hakları sağlamaktadır (<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr>):

- Ortaklık hakkı,
- Yönetime katılma (oy) hakkı,
- Kar payı (temettü) ve temettü avansı alma hakkı,
- Rüçhan hakkı (yeni pay alma hakkı),
- Bedelsiz pay alma hakkı
- Tasfiyeden pay alma hakkı,
- Bilgi edinme hakkı
- Ayrılma Hakkı¹

Ortaklıklar; yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflara olan ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların kısmen veya tamamen ödenmesinde kullanılacak olması önemli nitelikte işlem sayılmış ve ayrılma hakkının kullanılabilmesi için ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesini isteme hakkı verilmiştir. Payları borsada işlem gören ortaklıkların payları için ayrılma hakkı kullanım fiyatı, işlemin ilk defa kamuya açıklandığı tarihten önceki, açıklanan tarih hariç olmak üzere, otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması olarak belirlenmektedir.

¹ SPK. Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği 5/g- md.9-10 ayrılma hakkının kullanılması ve ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesini düzenlemiştir.

2.3. HİSSE SENEDİNİN SAĞLADIĞI KAZANÇLAR

Hisse senedi sahipleri temel olarak üç tür gelir elde ederler (Canbaş ve Doğukanlı, 2001:26-28):

- Kar payı (temettü) kazancı
- Sermaye kazancı
- Rüçhan hakkı kazancı

2.3.1. Kar payı (temettü) kazancı

Anonim ortaklıklar her yıl elde ettikleri karın bir kısmını ortaklarına dağıtırlar, geri kalanını da şirketin bünyesinde tutarak otofinansman kaynağı olarak değerlendirirler. Şirketlerin bilanço karı olduğunda dağıtmış olduğu kar payı, hisse sahiplerinin en temel kazançlarından birisidir.

Ancak şirketlerin karlarını dağıtması konusunda keyfiliği önlemek ve hissedarları korumak amacı ile TTK ve SPK çerçevesinde birtakım yasal düzenlemeler yapılmıştır. Hisseleri/payları Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklar, karlarını Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: IV, No: 27 sayılı Tebliği'nde yer alan esaslar, ortaklık esas sözleşmesinde yer alan hükümler ve şirketler tarafından kamuya açıklanmış kar dağıtım politikaları çerçevesinde nakden veya temettünün sermayeye ilavesi suretiyle hisse ihraç ederek dağıtabilir. Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar ise Seri: IV, No: 27 sayılı Tebliğ hükümleri ve ilgili Kurul düzenlemeleri

çerçevesinde, dağıtılabılır karlarının en az %20'sini birinci temettü olarak dağıtmak zorundadır.

2.3.2. Sermaye kazancı

Zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelirdir. Gelişmiş sermaye pazarlarının bulunduğu ülkelerde, kar payı gelirleri ile sermaye kazancı gelirleri dengeli bir dağılım göstermekle beraber, Türkiye'de sermaye kazancı kar payından daha çok tercih edilmektedir (Barak, 2006:11).

2.3.3. Rüçhan Hakkı Kazancı

Sermaye artırımını durumunda, yeni sermayeden her bir hisseye karşılık artırılan oranda nominal bedel ya da nominal bedelin üzerindeki primli fiyattan yeni hisse senedi alma hakkıdır. Yatırımcılar, hisse senedinin piyasa fiyatının nominal değerinin üzerinde olduğu durumlarda, rüçhan hakkını satarak ya da kullanarak kazanç elde edebilmektedir.

2.4. HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI

Şirketler hisse senetlerini kuruluşta ve/veya kurulduktan sonra halka arz ederek özkaynak sağlayabilmektedir. Hisse senetlerinin halka arz süreci ve halka arzda kullanılan yöntemler aşağıda açıklanmıştır.

2.4.1. Halka Arz Süreci

Hisse senetlerinin halka arz ve satış esasları², Sermaye Piyasası Kanunu ile ve bu kanunun verdiği yetkiye dayalı olarak SPK tarafından çıkarılan tebliğlerle düzenlenmiştir. SPK'ya göre halka arz şöyle tanımlanmaktadır³: “Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka yapılan çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı ifade etmektedir.”

Halka arz kuruluş esnasında olabileceği gibi kuruluşun sonra da olabilmektedir. Payları borsada işlem gören ortaklıklar ve pay sahibi sayısı 500’ü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Payları borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklara, halka açık ortaklık statüsünü kazandıktan sonra en geç iki yıl içerisinde paylarının işlem görmesi için borsaya başvurma zorunluluğu getirilmiştir.

Hisse senetleri halka arz edilirken, bir aracı kurum aracılığıyla veya doğrudan şirket tarafından halka arz edilebilir. Ancak tüm önemli halka arzlar aracı kurumlar tarafından gerçekleştirilir. Aracı kurumlar, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkili kılınan ve sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz yoluyla satışına aracılık yapan kurumlardır. Aracı kuruluşlar halka arz konusunda uzmanlaşmış kadroya ve deneyime sahip oldukları için hisse senetlerinin fiyatını etkin bir şekilde değerlendirebilmekte ve ortaklığın resmi organları ve kamuya dönük yükümlülüklerini gerçekleştirilmede ortaklığa profesyonel olarak yardımcı olabilmektedir.

² 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete, SPK (II. Kısım, md.4-13).

³ SPK'nın sermaye piyasası araçlarının satışı tebliği md.3/ç

SPK tarafından hisse senetlerinin halka arzı ile ilgili düzenlemeler çerçevesinde, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesinin zorunlu olduğunu belirtilmektedir. Genel ve katma bütçeli idareler ile TCMB tarafından ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunlu olmamakla beraber, bu ihraçlar hakkında SPK'ya bilgi verilmesi gerekir⁴.

Halka arz süreci üç aşamadan oluşmaktadır:

- Ön hazırlık
- Payların Kurul kaydına alınması
- Payların halka arzı

1) Ön Hazırlık

- Esas sözleşmenin sermaye piyasası mevzuatına uyum sağlanması amacıyla Kurul'a başvurulur.
- Kurulca onaylanan esas sözleşme değişiklikleri genel kurulun onayına sunulur.
- Halka arz başvurusu sırasında öncelikle halka arza aracılık yapmaya yetkili bir aracı kuruluşla sözleşme imzalanır.
- Finansal tablolar sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak hazırlanır ve bağımsız denetimden geçirilir.
- İzahname hazırlanır.

2) Payların Kurul Kaydına Alınması

⁴ SPK Seri:I No:26 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"-md.4

- Gerekli bilgi ve belgelerle Kurul'a ve Borsa'ya başvurulur.
- Başvurusu sırasında Kurula sunulan izahname ve finansal tablolar Kurul'un internet sitesinde ve varsa ortaklığın internet sitesinde ilan edilir.
- SPK, başvuruyu kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde inceler ve 30 gün içerisinde sonuçlandırır.

3) Payların Halka Arzı

İzahnamenin tescil ve ilanından sonra payların satış işlemlerine başlanır. Ortaklık paylarının sermaye piyasalarında işlem görmesi istenirse, SPK ve Borsa'nın vereceği karara bağlı olarak, hisse senetleri Borsa'da işlem görmeye başlar.

Kurul başvuruları, izahname ve sirkülerin, ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler. Kurul, incelemeler sonunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, gerekçe göstererek başvuru konusu hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasından kaçınabilir. İnceleme sonucu uygun görülen hisse senetleri kurul kaydına alınır⁵. SPK'ya sunulan bilgi ve belgelerde eksiklik görülmesi halinde, SPK bu belge ve eksikliklerin kendisi tarafından belirlenecek süre içinde bu eksikliklerin tamamlanmasını ister. Başvurular Kurul tarafından en geç 30 gün içinde sonuçlandırılır. Eksiklerin tamamlanması için verilen süre bunun dışındadır. Kurul tarafından verilen ek süre içinde eksik belgelerin tamamlanmaması durumunda başvuru geçerliliğini yitirir.

⁵ SPK Seri:I, No:26 ,Tebliği, Md. 16

Ayrıca, şirket genel kurulunun hisse temettü dağıtmasına ilişkin kararının alınmasından sonra hisse senetlerinin kurul kaydına alınması talebiyle, en geç kararın alınmasından sonraki 5. ayın ilk haftasının sonuna kadar kurula başvurulması gerekmektedir. Sermaye artırımını kabul edilen ortaklığın, bu durumu Ticaret Sicili'ne tescil ettirmesi ve ayrıca Türk Ticaret Sicili Gazetesi (TTSG)'de yayımlattırması gerekmektedir. Tescil ve ilan aşamalarının tamamlanmaması durumunda söz konusu artırım hüküm ifade etmez ve hukuki süreler başlamış olur. Hisse senetlerinin kurul kaydına alınmasından sonra Kurul'un onayladığı izah name, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ortaklığın kayıtlı olduğu, tedrici kuruluştaki ise ortaklığın merkezinin bulunduğu Ticaret Sicili'ne tescil ettirilir ve TTSG'de yayımlattırılır. Tasarruf sahipleri sirkülerleri de söz konusu izahnamenin tescilinden itibaren 15 gün içinde ya da rüçhan hakkı kullanım süresinin bitiminden itibaren 15 gün içinde yayımlattırılır. Sermaye artırımına ilişkin ilanın yer aldığı gazetenin bir nüshası, ilan tarihinden itibaren 6 iş günü içinde Kurul'a gönderilir. Herhangi bir halka arz mevzuata ve SPK hükümlerine aykırı yapılırsa, bu durum "izinsiz halka arz" olarak nitelendirilir ve sorumluları hakkında Cumhuriyet Savcılığı'na suç duyurusuna bulunulur.

2.4.2. Halka Arzın Çeşitleri

Şirketler hisse senetlerini halka arz ederken farklı seçeneklerle karşı karşıya kalmaktadır. Birincisi, şirket kuruluş aşamasında iken hisse senetlerini halka arz; ikincisi, mevcut hisse senetlerini halka arz ve üçüncüsü de sermaye artırımını yolu ile halka arz olmaktadır.

2.4.2.1. Kuruluşta Halka Arz

Kuruluşta halka arz yönteminde yeni TTK bazı değişiklikler getirmiştir. 6762 sayılı Eski TTK'nın 276'ncı maddesine göre, anonim şirketler, ya tedrici veya ani Şekilde kurulabilmekteydi. Ani kuruluş, şirket paylarının kurucular tarafından tamamen taahhüt edilerek; tedrici kuruluş ise, bir kısım payların kurucular tarafından taahhüt olunması ve geri kalan kısmı için de halka müracaat edilmesi yolu ile olmaktadır.

Yeni TTK ile ülkemizde uygulaması bulunmayan tedrici kuruluş yöntemi kaldırılmıştır. Tedrici kuruluş yerine kurucunun payları hemen halka arz edebileceği yeni bir sistem getirilmiştir. Yeni TTK'nın 335'inci maddesiyle, şirket, kurucularının, sermayenin tamamını ödemeyi, şartsız taahhüt ettikleri, imzalarının noterce onaylandığı esas sözleşmede, anonim şirket kurma iradelerini açıklamalarıyla kurulmaktadır. Madde hükmünden anlaşılacağı üzere, yeni düzenleme ile tedrici kuruluş kaldırılmakta, şirket kurucularının sermayenin tamamını ödemeyi taahhüt etmeleri zorunlu hale gelmektedir.

Tedrici kuruluş uygulamasının kanundan çıkartılması ve Yeni TTK'nın 346'ncı maddesindeki düzenleme ile halka açık kurulma imkanı getirilmektedir. Buna göre, esas sözleşmede taahhüt edilmiş olup da taahhüt sahiplerince, şirketin tescilinden itibaren en geç iki ay içinde halka arz edileceği esas sözleşmede belirtilmiş ve ayrıca garanti edilmiş bulunan *nakdi payların karşılıkları* satıştan elde edilen gelirden ödenecektir. Bu sayede ortaklar kuruluş aşamasında sermayenin tamamını ödemekten kurtulmuş olacaklardır. Pay senetlerinin halka arz edilmesi sermaye piyasası mevzuatına göre yapılacaktır. Satış süresinin sonunda, payların itibarî değerlerinin, varsa çıkarma priminin karşılığı şirkete, giderler düşükten sonra kalan tutar ise, pay senetlerini halka

arzeden pay sahiplerine ödenecektir. Halka arz edilip de süresinde satılmayan payların bedellerinin tamamı, süresinde halka arz edilmeyen payların bedellerinin ise, yüzde yirmibeşi iki aylık süreyi izleyen üç gün içinde ödenmelidir.

Ancak, bu şekilde halka arz edilebilecek paylar nakit karşılığı halka arz edilecek paylardır. Ayın karşılığı taahhüt edilen payların halka arzına yönelik kanun maddesinde herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Ayrıca, bir anonim şirketin kuruluşu sırasında kurucu veya kurucular, taahhüt ettikleri sermayeyi kuruluştan sonra en geç iki ay içinde halka arz edeceğini garanti ederse, taahhüt ettiği sermayenin dörtte birini dahi ödemeyecek ve kuruluştan hemen sonra şirket kurucu veya kuruculara pay senetlerini verecek, onlarda bu pay senetlerini halka arz edecektir. Pay senetlerinin halka arzından elde edilecek satış gelirleri ile de pay bedelleri ödenebilecektir. Kurucular, pay senetlerini itibari değerinin altında satamayacaktır, ancak, primli satmalarının önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır. Ancak bunun için esas sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul kararı olmalıdır. Primli satış durumunda sermayenin ve giderlerin üzerinde elde edilen prim kurucular tarafından alıkonulabilecektir.

Halka arz edilip de süresinde satılmayan payların bedellerinin tamamı, süresinde halka arz edilmeyen payların bedellerinin ise, yüzde yirmi beşi iki aylık süreyi izleyen üç gün içinde ödenmelidir. Pay senetlerinin halka arzı Sermaye Piyasası Mevzuatına göre yapılacaktır. Yeni TTK 350'nci madde hükmüne göre de, 346'ncı madde uyarınca, halka arz edilmek üzere pay taahhüdünde bulunulduğu takdirde, halka arz, kurucular, yönetim kurulu veya yetkili herhangi bir organ tarafından onaylanmış kabul edilecektir.

Yeni TTK ile taahhüt tutarının üzerinde halka arza imkan tanınarak girişimciler cesaretlendirilmektedir. Ayrıca, bu yöntem ile halka açık kuruluş özellikle de tek kişilik anonim şirketlerde kolaylaştırılmış olmaktadır. Örneğin bir banka veya bir aracı kuruluş tek kişilik bir anonim şirket kurmak isterse, bir lira dahi ödemedi şirket kurabilir, pay senetlerini halka arz ederek sermaye toplayabilir ve kendisi de primlerden kazanç sağlayabilir. Aynı şekilde, önemli marka olmuş kendilerine piyasada güvenilen şirketler veya holdingler de kuracakları yeni şirketler için bu yöntemi uygulayarak, şirketlerine duyulan güveni elde edecekleri primler nedeniyle kazanç sağlayabilirler. Aslında bu özellikle piyasada güven duyulan şirketler için çok önemli bir düzenlemedir.

2.4.2.2. Mevcut Hisse Senetlerinin Halka Arzı

Bu yöntemde, daha önceden ihraç edilmiş paylar, söz konusu paylara sahip gerçek ve tüzel kişilerce halka arz edilmektedir. Bu yöntemde şirket tarafından yeni pay ihraç edilmesi söz konusu değildir⁶ (www.spk.gov.tr.)

Ortak satışı işleminin şirket açısından sonucu, ortak sayısının artması nedeniyle halka kapalı şirket statüsünden, halka açık şirket statüsüne geçilmesidir. Bu yöntemde şirkete doğrudan bir kaynak girişi olmamaktadır.

Sahip olduğu payları halka arz eden gerçek veya tüzel kişi açısından sonucu ise şirket sermayesindeki pay oranının azalması ve buna karşılık sahibi olduğu payların satışı nedeniyle belirli tutarlarda gelir elde etmesidir.

⁶ SPK, Halka arz, Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2, Ankara, Şubat 2012

Yöntemin diğer yöntemden ayırt edici özelliği, payların nominal değerinin üzerinde satışından sağlanan primin, paylarını halka satan ortağa ait olmasıdır. Pay sahiplerinin ortaklıkta sahip oldukları payları halka arz edebilmeleri için;

- Ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- Paylar üzerinde rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve pay sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması, gerekmektedir.

Şirket, esas sözleşmesinin sermaye piyasası mevzuatına uyumlaştırılması amacıyla gerekli değişiklikler için SPK'dan onay almalıdır. Esas sözleşme değişikliğine ilişkin SPK onayının alınmasından sonra gerekli değişikliklerin yapılacak ilk genel kurul toplantısında karara bağlanması gerekmektedir.

2.4.2.3. Sermaye Artırımları Yoluyla Halka Arz

"Sermaye, genel çizgilerle bir ortaklığın amacını gerçekleştirmeye yönelik olarak ortaklar tarafından taahhüt edilen değerler toplamıdır. Bu değerler para, aynı (eşya) ya da hak cinsinden olabilir ancak nakitle ifade edilmesi şarttır" (Tanör, 1999:283). Başka bir açıdan ise "sermaye, orta, uzun ve sonsuz vadeli fonlar" (Karlı, 2004:23) olarak ifade edilmiştir.

Sermaye artırımını ise, hukuki anlamda, ortaklık bilançosunda yer alan sermaye kalemlerinin mevzuatça belirlenen yollardan gidilerek yükseltilmesidir. Hukuki anlamda sermaye artırımını her zaman gerçek bir sermaye artırımına yol açmayabilir.

Bununla birlikte sermaye artırımının en normal şekli yükseltile sermaye miktarının ortaklardan rüçhan hakları dahilinde nakden tahsil edilmesidir.

Ortaklar kötü niyet olmadığı sürece sermaye artırımına karar vermek durumundadırlar. Ortaklar sermaye artırımına karşı çıkmamakla beraber sermaye artırımına katılmayı kendi adlarına istemeyebilirler. Bu durumda, söz konusu ortaklar sermaye artırımını kabul etmeye zorlanamazlar.

Sermaye artırımı halka açık olan ve olmayan şirketlerde farklı uygulanmaktadır. SPK (md.11), halka açık anonim şirketler kapsamında hem kendi iradesiyle hisse senetlerini halka arz eden şirketlere, hem de kendi iradesi dışında halka açık hale gelen şirketlere yer vermektedir. Halka açık olmayan bir şirket, ortak sayısının 250'yi aşması durumunda halka arz olunmuş sayılır ve böylece halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olur ve SPK denetimine girer (Karslı, 2004:434).

Anonim ortaklıkların sermaye sistemi Esas Sermaye Sistemi ve Kayıtlı Sermaye Sistemi olarak ikiye ayrılmaktadır. Halka açık olan anonim ortaklıklarda sermaye artırımının yapılması ve yöntemi ortaklığın esas sermaye ya da kayıtlı sermaye sistemine tabi olmasına göre değişir. Esas Sermaye Sistemi TTK.'da "muayyen ve paylara bölünmüş sermaye" olarak ifade edilmekle beraber açık bir tanımı yoktur. Kayıtlı Sermaye Sistemi ise SPK'da şu şekilde tanımlanmıştır: "Anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla yönetim kurulu kararı ile TTK'nın sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş sermayedir."

Hem kayıtlı sermaye hem de esas sermaye sistemine tabi ortaklıklarda sermaye artırımını kararı almaya yetkili organ ortaklığın en üst kurulu konumundaki genel kuruldur. Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda genel kurul kararına gerek olmaksızın yönetim kurulunun kararıyla sermaye artırımını kararı verilebilir. Fakat, böyle bir uygulamanın yapılabilmesi için esas sözleşmede bu ayrık duruma imkan tanıyan bir maddenin olması şarttır. Yönetim kurulu, sermaye artırımını konusunu görüşürken artırılacak sermaye miktarını bu miktarın hangi kaynaklardan sağlanacağını, çıkarılacak hisse senetlerinin nama ve hamiline yazılı olanların sayısını, rüçhan hakkı kullandırıldıktan sonra kalan payların nasıl satılacağını tüm teknik detaylarıyla karara bağlamalı ve genel kuruldan önce sermaye artırımına ilişkin bir çerçeve belirlemelidir.

Esas sermaye sisteminde ise, yönetim kurulu, sermaye artırımını yapabilmek için esas sözleşmede yapılması gereken değişiklik için esas sözleşme madde değişikliği tasarısını hazırlar ve SPK'nın onayını takiben TTK hükümleri dahilinde genel kuruldan sermaye artırımını kararı alınır.

Rüçhan haklarının tamamen veya kısmen kısıtlanmak istenmesi durumunda bu durumun, şirket kayıtlı sermaye sistemine tabi ise, yönetim kurulunun; esas sermaye sistemine tabi ise genel kurulun alacağı sermaye artırımını kararında açıkça belirtilmesi gerekir.

Halka açık olmayan anonim ortaklıklar, yapacakları sermaye artırımlarında ortakların yeni pay alma haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak hisse senetlerini halka arz edebilirler (Karşlı, 2004:438).

SPK'nın Seri: I No:26 Tebliği'ne göre, birinci aşamada şirket yönetim kurulu esas sözleşmenin SPK düzenlemelerine uygun hale getirilmesi için gerekli değişiklikleri yapar ve sermayeye ilişkin maddenin değişiklik tasarısını hazırlayarak, esas sözleşme değişikliği için SPK onayını alır. İkinci aşamada ise, genel kurula başvurularak, TTK hükümleri çerçevesinde genel kurulca sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına ilişkin kararlar alınır.

2.5. HİSSE SENETLERİNDE TEMETTÜ (KAR PAYI) DAĞITIMI

Şirketler için olduğu kadar hisse senedi olarak yatırım yapan pay sahipleri için de kar dağıtım kararı önem taşımaktadır. Şirketler her iki tarafı da düşünerek kar dağıtımını gerçekleştirmek durumundadır. Aşağıda kar dağıtım süreci ve kar dağıtım şekilleri açıklanmaya çalışılmıştır.

2.5.1. Kar Payı Dağıtım Süreci

Şirketlerin dönem sonunda elde ettikleri karın tamamını veya bir bölümünü pay sahiplerine dağıtmasına “kar payı dağıtımı” denir. Kar payları, temettü veya dividant olarak da ifade edilmektedir.

Kar payı dağıtım politikası, elde edilen karın ortaklara dağıtılıp dağıtılmayacağı veya dağıtılacak ise hangi oranda dağıtılacağı kararlarını içermektedir. Kar dağıtımı ile ilgili üç temel karar verilmektedir. Bunlar:

- Kar payı dağıtılıp dağıtılmayacağı,
- Kar payı dağıtım miktarı ve zamanı,
- Kar payı dağıtım şekli

Şirketler kar dağıtım politikası ile ilgili karar alırken göz önünde bulundurması gereken birçok faktör ile karşı karşıyadır (Karaca, 2007:104).

- Yasal faktörler
- Likidite durumu
- Borç ödeme gereği
- Borçlanma yeteneği
- Enflasyon
- Aktif varlıkların büyüme hızı
- Karların istikrarı
- Denetim
- Vergi etkisi
- Yöneticilerin tutumu
- Şirketin ortak yapısı
- Kredi sözleşmelerindeki sınırlamalar
- Sermaye piyasasına başvurma olanağı

Yukarıda sayılan faktörler kar payı ödemelerini etkilemesine rağmen, bu faktörlerle bir şirketin uyguladığı gerçek kar payı politikası arasında ilişki olması zorunlu değildir (Weston ve Copeland, 1992:658).

TTK ve SPK açısından şirketlerde kar payı dağıtımını aşağıdaki tabloları aşağıda özetlenmiştir.

Tablo 1. TTK'ya Tabi Şirketlerde Kar Payı Dağıtım Tablosu

Dönem Ticari Karı
(-) Kurumlar Vergisi ve Diğer Yasal Yükümlülükler
Net Dönem Karı (Vergiden Sonraki Kar)
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) I.Tertip Kanuni Yedek Akçe (TTK 521/I) Safi karın yirmide biri (Ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar)
(-) Şirkette Bırakılması Zorunlu Fonlar
Dağıtılabilir Net Dönem Karı
(-) Ortaklara Birinci Temettü (TTK 521/I) (Pay sahiplerine ödenmiş sermayenin % 5'i oranında ödenir.)
(-) Ana sözleşme hükümlerince kuruculara, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, personele dağıtılan kar payı
(-) Ortaklar İkinci Temettü
(-) II. Tertip Kanuni Yedek Akçe Birinci temettü ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılan kısmın onda biri (TTK Md.466/III)
(-) İhtiyari Yedek Akçeler (Statü Yedekleri, Diğer Yedekler, Olağanüstü Yedekler)

Kaynak: <http://www.smmokulu.com/41124.html>

TTK'nın 462'uncu maddesinde kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle kanun ve esas mukavele hükmünce ayrılması gerekli diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça kar payı dağıtılamayacağı ifade edilmiştir. Buna göre kar dağıtımından önce bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi gerekmektedir.

Tablo 2. SPK'ya Göre Kar Dağıtım Tablosu

1. Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye		
2. Genel Kanuni Yedek Akçe (Yasal Kayıtlara Göre)		
Esas sözleşme uyarınca kâr dağıtımında imtiyaz var ise söz konusu imtiyaza ilişkin bilgi		
3.	Dönem Kârı	
4.	Vergiler (-)	
5.	Net Dönem Kârı (=)	(3-4)
6.	Geçmiş Yıllar Zararları (-)	
7.	Genel Kanuni Yedek Akçe (-)	[(5 YK - 6 YK) * 0,05]
8.	NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KÂRI (=)	(5 - 6 - 7)
9.	Yıl İçinde Yapılan Bağışlar (+)	
10.	Bağışlar Eklenmiş Net Dağıtılabilir Dönem Kârı	(8 + 9)
11.	Ortaklara Birinci Kâr Payı	[(1 veya 10) * Ortaklık tarafından belirlenen oran]
	- Nakit	
	- Bedelsiz	
	- Toplam	
12.	İmtiyazlı Pay Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı	Esas sözleşme hükümleri çerçevesinde imtiyazlı pay sahiplerine dağıtılacak kâr payı tutarı
13.	Dağıtılan Diğer Kâr Payı - Yönetim Kurulu Üyelerine, - Çalışanlara - Pay Sahibi Dışındaki Kişilere	
14.	İntifa Senedi Sahiplerine Dağıtılan Kâr Payı	
15.	Ortaklara İkinci Kâr Payı	
16.	Genel Kanuni Yedek Akçe	[(11+12+13+14+15+20) - (1* %5)] * %10
17.	Statü Yedekleri	
18.	Özel Yedekler	
19.	OLAĞANÜSTÜ YEDEK	8-(11+12+13+14+15+16+17+18)
20.	Dağıtılması Öngörülen Diğer Kaynaklar	

Kaynak: SPK Kar Payı Rehberi

Tablo 3. SPK'ya göre Kâr Payı Oranları Tablosu

	GRUBU	TOPLAM DAĞITILAN KÂR PAYI		TOPLAM DAĞITILAN KÂR PAYI / NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KÂRI	1 TL NOMİNAL DEĞERLİ PAYA İSABET EDEN KÂR PAYI	
		NAKİT (TL)	BEDELSİZ (TL)	ORANI (%)	TUTARI (TL)	ORANI (%)
NET	A					
	B					
	TOPLAM					

Kaynak: **SPK Kar Payı Rehberi**

Genel kurul, kararında, tahakkuk eden kârın ödeme suret ve şeklini kararlaştırır ya da, bu yolda yönetim kuruluna yetki verebilir. Bu açıdan tahakkuk eden kârın bir defada veya birkaç taksitte ödenmesi mümkündür. Ödeme taksitle yapılacaksa her taksit için ayrı bir genel kurul kararına gerek yoktur. Bu nedenle TTK' nun 364/2. maddesinin "Yılda birkaç kere kazanç dağıtan anonim şirketlerde her dağıtım için, umumi heyeti toplantıya çağırarak lazımdır." hükmünün anlamı ve uygulama alanı yoktur.

Kârın ödenmesi için, kupon ihraç edilmişse, kuponların ibrazı gerekir. İhraç edilmemişse, pay sahipliği sıfatının ispatı gerekir. Bu da pay senetleri veya ilmühaberlerin ibrazı, bunlar çıkarılmamışsa ortaklık pay sahipleri defterinin incelenmesiyle olur.

Kâr payı ödenecek aşamaya geldikten sonra 5 yıl içerisinde şirketten talep edilmezse şirket lehine zaman aşımına uğrar⁷.

⁷ BK. Md. 126

2.5.2. Kar Payı Dağıtım Şekilleri

Şirketler pay sahiplerine kar payı ödemelerini çeşitli şekillerde yapabilirler. Kar payları nakit olarak ödenebileceği gibi, kar paylarına karşılık yeni hisse senedi vermek, aynı olarak kar payı dağıtmak şeklinde de olabilmektedir. Hatta şirket çok yüksek nakde sahip ise bu nakdi kullanarak piyasadaki hisse senetlerini geri satın alabilmektedir (Türko, 2002:531).

2.5.2.1. Aynı Kar Payı

"Şirketin kendi portföyündeki mevcut hazine bonolarını, devlet tahvillerini, diğer şirketlerin pay senetlerini ve tahvillerini ya da kendi ürettiği ürünlerini ortaklarına dağıtmasıdır. Örneğin içki üreten bir şirket ürünlerini çok değerli olduğu II. Dünya Savaşı sırasında ortaklarına dağıtmıştır. Ayrıca şirketin portföyündeki fazla miktarda hazine bonusu, tahvil veya pay senedi olması halinde de bu türlü bir dağıtıma gidilebilmektedir. Örneğin Du Pont şirketi bir zamanlar portföyündeki General Motors hisselerini temettü olarak ortaklarına dağıtmıştı" (Koroğlu, 1992:70). "Ayrıca General Electric'de yan şirketlerinden biri olan RCA şirketinin hisse senetlerini ortaklarına temettü olarak dağıtmıştır". Öte yandan şirket ürettiği malların satışında güçlükle karşılaşıyorsa, kar payının ödenmesinde ürün verilmesi gündeme gelebilmektedir. Uygulamada fark görülmemekle birlikte bu özellikleri taşıyan şirketlerin uygulayabileceği bir kar payı dağıtım şeklidir (Sevil, 1994:139).

2.5.2.2. Bono Kar Payı

Bu tür bir temettü, belirli zamanlarda ödenecek faizli bonoların ortaklara dağıtımını öngörür (Koroğlu, 1992:70). Şirketler nakit açısından sıkışık oldukları veya mevcut fonların acil ihtiyaçlarda kullanılmaları gerektiğinde bono temettü dağıtmayı tercih ederler.

Bono şeklindeki kar payı, şirketin gerçekten kar elde ettiği fakat cari varlıklarını nakde dönüştürebilmek için belirli sürelerin geçmesini beklemek zorunda olduğu durumlarda kullanıldığında olumlu sonuçlar verir. Bunun aksine, bono şeklinde kar payı dağıtımı, kar olmadığı halde sadece ortakları ödüllendirmek amacı ile yapılıyorsa, belirli bir süre için verilen bono bedellerinin ve artı yük getiren faizlerin ödenmesi zorunluluğu şirketin sermayesinde azalma gibi bir olumsuzluğu doğuracaktır (Karaca, 2007:153).

2.5.2.3. Tasfiyeden Kar Payı

Şirketin tasfiyeye girmesi halinde elindeki mevcut varlıkların hisse senedi sahiplerine dağıtılması bir tür kar payı olmaktadır. Örneğin, petrol ve maden şirketleri faaliyetleri gereği, bazı varlıklarını tekrar kullanmak üzere harcarlar. Bu tür varlıklar için ayrılan yenileme ya da zararları karşılama fonları ihtiyaç duyulmadığı zamanlarda hisse sahiplerine kar payı şeklinde dağıtılabilir (Ambling, 1970:152).

2.5.2.4. Hisse Senetlerinin Geri Alınması Yoluyla Kar Payı

Şirketlerin kendi hisselerini satın alarak, dolanımında bulunan hisse senedini azaltarak kar payı ödemesi gerçekleştirebilirler. Böyle bir kar payı dağıtımı belirli varsayımlar altında yapılmaktadır (Karaca, 2007:150):

- Hisse senetleri piyasa değeri üzerinden alınmıştır.
- Satın alma işleminden sonra şirketin fiyat/kazanç oranı değişmemiştir.
- Hisse senetlerinin satın alınması şirket karını değiştirmeyecektir.

Dolanımdaki hisse senedinin sayısının azalması pay başına geliri artıracaktır. Hisse başına düşen gelirin yükselmesi, hisse senetlerinin piyasa fiyatını artırmakta; ortaklar nakit kar payı yerine, değer artışı (sermaye kazancı) elde etmektedirler (Akgüç, 2010:797). Bu şekilde bir satın alma, hissedarlara, hisse senedini satıp satmama konusunda (vergiden kaçınmak için) bir tercih hakkı da vermektedir.

2.5.2.5. Nakit Kar Payı

Kar payı dağıtımının en yaygın ve hissedarlar için en anlamlı şekli, nakit olarak dağıtılmasıdır. Kar dağıtılacağı ilan edildiğinde bu, yönetim için yükümlülük haline gelir. Dağıtılacak olan kar payları, genel olarak, nominal değer bir yüzdesi olarak (hisse başına kar payı) ifade edilir. Bunun yanında piyasa fiyatının bir yüzdesi (hisse verimlilik oranı) veya net karın bir yüzdesi (kar dağıtım oranı) olarak da ifade edilebilir. Ancak hisseye düşen kar payı kolayca görüldüğü için, hisse başına kar payı uygulaması daha yaygındır. Kar payı dağıtımını ilanı yapıldıktan belirli bir süre sonra bütün hissedarlara kar payları dağıtılır.

2.5.2.6. Hisse Kar Payı

Ortaklara nakit kar payı yerine dağıtılmamış karların veya yedek akçelerin bir bölümünün veya tamamının hisse senedi şeklinde verilmesidir. İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarında dağıtılan bir kar payı türüdür. Hisse kar payı dağıtılması

durumunda, yatırımcıların portföyündeki hisse senedi sayısına, hisse kar payı oranında ek hisse senedi verilir. Örneğin, %35 oranında ek hisse kar payı dağıtılması durumunda, elinde 100 hisse bulunan bir yatırımcıya 35 ekstra hisse bedelsiz olarak dağıtılır. Böylece, şirket kasasından nakit çıkmadan kar payı dağıtılmış olur.

Kar payı dağıtım şekillerinden birisi olmakla beraber hisse kar payına uygulamada nakit kar payından daha az rastlanır. Türkiye'de hisse kar payı uygulaması çok yaygın olmamakla beraber son yıllarda daha çok tercih edilir bir duruma gelmiştir.

Kar payı olarak hisse senedi verilmesi durumunda sadece bilanço kalemleri arasında bir aktarım olur. Bilançoda ihtiyari yedek akçe kaleminden ödenmiş sermaye kaleminde bulunan aktarılır. Bunu şu örnekle açıklayabiliriz. Hisse kar payı dağıtımından önce TUNA A.Ş. 'nin kayıtları:

Ödenmiş sermaye	500.000.000
Kanuni yedek akçe	100.000.000
İhtiyari yedek akçe	250.000.000

Şirketin %10 hisse kar payı verdiği düşünülürse şirket hesapları şu şekilde olacaktır.

Ödenmiş sermaye	550.000.000
Kanuni yedek akçe	100.000.000
İhtiyari yedek akçe	200.000.000

Şirketlerin hisse kar payı dağıtmalarının başlıca nedenleri şunlardır (Cohen, Zinbarg ve Zeikel, 1987:325):

- Şirketin mevcut hisse senedi fiyatlarının çok yükselmiş olması
- Şirketin mevcut hisse senetlerinin sayısını artırmak istemesi. Şirket yönetimi bu yolla hisse senedinin pazarını genişletmeyi hedeflemektedir
- Şirketin mevcut ortaklarının sayısını artırmak istemesi
- Kazancın büyük bölümünü şirket bünyesinde tutabilme isteği

Nakit kar payı yerine hisse kar payı dağıtmak şirkete ve ortaklara şu avantajları sağlar:

1. Bu kar payı politikası gelişme ve büyüme dönemindeki şirketler için çok caziptir. Gelişme döneminde şirketin karları artan oranlı olarak artmakta olduğundan dolayı gelişme döneminin ilk zamanlarında hisse kar payı ilerleyen zamanlarında ise düşük oranlı nakit kar payı verilir. Aynı durum şirketin büyüme döneminde de geçerlidir. Şirketler bu dönemlerde kar payı olarak hisse senedi dağıtarak nakdi karlı yatırım alanlarına kaydırabilirler.
2. Hisse kar payı sayesinde şirketin piyasadaki hisse senedi sayısı artacağı için hisse senedi fiyatları düşecek, böylece küçük yatırımcıların da şirkete ortak olması teşvik edilecek ve şirketin mülkiyeti geniş kitlelere yayılacaktır.
3. Şirket hem fon çıkışı olmadan hissedarları memnun edip kar dağıtımını yapmış olacak hem de şirketin likiditesini artırmış olacaktır.

4. Bir şirketin hisse kar payı dağıtması durumunda, şirket bünyesindeki nakdi yatırım yapabilmek için dağıtmadığı görüşü piyasada yaygınlaşacak ve piyasada şirketin gelecek dönemlerde kazancının artacağı yönünde bir beklenti oluşacaktır.
5. Hisse kar payını alan ortak, şirket gelecek yıllarda sermaye artırımına gittiğinde daha fazla rüçhan hakkına sahip olabilecektir.
6. Ortaklar hisse şeklindeki kar paylarını istedikleri an nakde çevirebileceklerdir.

Hisse kar payının niteliği uzun yıllardır tartışılan bir konudur. Bazı yazarlar, hisse kar payı dağıtımını esnasında şirketten nakit çıkmadığı için bu işlemin aslında bir kar payı dağıtımını olmadığını düşünürler. Hisse kar payı, kar payı ödemesinden çok piyasadaki mevcut hisse senedi sayısını artırması yönünden hisse senedi bölünmesine benzetilir. New York Stock Exchange'de %25'ten daha az oranda hisse dağıtılması hisse kar payı olarak, %25'ten daha fazla oranda dağıtılanlar hisse senedi bölünmesi olarak kabul edilir (Ross, 1990:182).

Hisse kar payının, hissedarlara hiçbir maliyet getirmeden verildiği iddia edilmesine rağmen; bazı yazarlar hisse kar payı dağıtımının, hisse senedi sahiplerine ekstra maliyet dışında hiçbir şey getirmediğini iddia ederler. Çünkü, hisse kar payı dağıtımını sonucunda da hisse senedi sahibinin şirketten alacağı nominal bazda aynı kalır. Yatırımcının hisse kar payı alması durumunda elindeki hisse senedi sayısı yükselmekle beraber her bir hisse senedinin birim fiyatının düşmesi beklenir. Fakat hisse kar payı

alan bir yatırımcının elinde genellikle kesirli sayıda hisse senedi oluşur. Kesirli sayıdaki hisse senetlerinin işlem maliyetleri diğer hisse senetlerinin işlem maliyetinden daha yüksektir. Bu da yatırımcıya ilave maliyet getirmektedir (Seitz, 1990:412).

Hisse kar payının yararlarına inanmayan bir grup yazar, hisse kar payının, ancak şirkete olan ortaklığın ortakların elinde bulundurduğu hisse senedi sayısı ile paralel olduğunu düşünen bir grup irrasyonel yatırımcı üzerinde pozitif etki uyandırabileceğini iddia etmektedir. Hisse kar payı taraftarları ise iyi zamanlanmış bir hisse kar payının, hisse senedi sahiplerine kazandırdıkları olduğunu iddia etmektedir. Buna göre bir şirketin hisse kar payı dağıtması o şirketin gelecekte büyüyeceğinin ve hisse senedi fiyatlarının yükseleceğine dair bir işarettir (sinyaldir).

2.5.2.7. Hisse Bölünmesi

Şirketin öz sermayesinde herhangi bir değişiklik meydana gelmeksizin dolanımda bulunan hisse senedi sayısındaki artışa hisse senedinin bölünmesi adı verilir (Koroğlu, 1992:45)

Hisse bölünmesi ABD başta olmak üzere birçok ülkede çok yaygındır ve mevcut hisse senetleri sayısının artırılması sonucunu doğurur. Ortaklara ellerinde bulunan hisse sayısına ek hisse verilmesi işlemi şeklinde yapılmaktadır. Hisse bölünmesi 2:1, 3:1, 4:1 gibi çeşitli oranlara göre yapılır. Bu oranlar 1 pay hisse senedinin kaç adede çıkarılacağını ifade eder. Örneğin 4:1 hisse bölünmesi olması durumunda elinde bir hisse senedi olan ortağa 3 yeni hisse verilerek toplam hisse senedi sayısı 4'e çıkarılır. Hisse bölünmesi bir pastayı 5 dilim yerine 10 dilime bölmek

gibidir. Teknik olarak öncekinden daha fazla dilim vardır ama aslında pastanın büyüklüğü değişmemiştir. Hisse bölünmesi yapmanın temel amacı, hisse sendi fiyatlarını düşürerek bu hisse senetlerini yatırımcılar için daha cazip hale getirmektir. Hisse bölünmesi, hisse senedi fiyatlarının oransal olarak düşürülerek sayılarının artırılması anlamını taşır. Örneğin, hisse senetleri \$200'dan satılan bir şirket 2:1 oranında bedelsiz hisse senedi dağıtırsa, bir hisse senedinin piyasa fiyatı \$100'a düşer. Böylece, piyasa fiyatı çok fazla yükselmiş olan hisse senetlerinin fiyatının düşürülerek normal satış bandına çekilebilir. Her borsada, hisse senetlerinin alıcı bulunduğu normal bir satış bandı olduğu kabul edilir bir gerçektir. Örneğin New York Stock Exchange'de hisse senetlerinin \$20-\$80 bandında alıcı bulunduğu görülmektedir. Hisse senedi fiyatı \$80'ı aşan şirketler hisse bölünmesi yaparak fiyatını alıcıların ilgisinin çekebilecek düzeye çekmeye çalışırlar (Block, Hirt, 1987:588).

Türkiye'de hisse senedi bölünmesine izin verilmesine rağmen, pek uygulanmamaktadır. Çünkü şirketler, hisse bölünmesinin şirketin hisse senedinin fiyatının düşürülmesinin, piyasada şirketin değerinin düşmesi şeklinde algılanabileceğinden çekinmektedirler.

Şirketlerin hisse bölünmesi yapmalarının üç nedeni vardır (Kılıç, 2002:42):

- **Likiditeyi Artırmak:** Yöneticiler kendi şirketlerinin hisse senetlerinin likiditesine çok önem vermektedirler (Reipe, 2000:46). Yatırımcılar, hisse senetlerini fiyatları düşük iken alıp yükseldiğinde satma eğiliminde olduklarından dolayı, zaten fiyatı çok yükselmiş olan bir hisse senedini

talep etmeyebilirler. Bu da hisse senedi fiyatının artış hızının belirli bir miktardan sonra azalmasına yol açar. Yöneticiler, şirketlerinin hisse senedinin fiyatı çok yükseldiğinde o fiyatı normal satış bandına çekmeye çalışırlar. Yöneticiler bu durumlarda, hisse senedinin fiyatını düşürerek hisse senedini farklı yatırımcı grupları için çekici hale getirmeye çalışırlar. Hisse senedinin erişilebilirliğinin artması sayesinde, o hisse senedine yatırım yapan hem kurumsal hem de bireysel yatırımcı sayısının artırılması da sağlanmış olur. Bu da hisse senedinin likiditesini artırmaktadır.

- **Yönetimin Sinyali:** Hisse bölünmesi, yönetimin güvenoyu olarak yorumlanabilir. Çünkü, şirketinin geleceğine güvenmeyen bir yöneticinin hisse bölünmesi yapmayacağına inanılır. Brennan ve Hughes (1991), Ikenberry ve diğerleri (1996), Ikenberry ve Ramnath (2002) ve Hwang ve diğerleri (2008) bilgi hipotezini doğrulayan deliller bulmuştur (Chen, Nyugen ve Singal, 2011:2454).
- **Dikkat Çekmek:** Bu hipoteze göre, hisse senetlerinin olması gerekenden düşük değerlendirildiğini gören şirketler, analistlerin dikkatini çekmek için hisse bölünmesi yaparlar. Böylece analistler şirketi yeniden incelerler ve eğer gerçekten yönetim haklı ise analistler şirketin geleceğine ilişkin olumlu yorumlarda bulunurlar ve böylece hisse senedine ilgi yükselir (Reipe, 2000:46).

Hisse bölünmesi, genellikle hisse senedinin fiyatının düşürülüp daha fazla yatırımcı açısından cazip hale getirilmesi için yapılmaktadır. Üst düzey bir şirket yöneticisi, hisse bölünmesini anahtar bir finansal manevra olarak yorumlamıştır. Yönetici, hisse bölünmesi yapmayı, şirketin görünümünü iyileştirecek, likiditesini arttıracak bir strateji olarak yorumlamaktadır. Bergsman, şirketteki bu iyileşmelerin, tutarlı ve devamlı bir performans değişimi ile birleştirilebilmesi durumunda, getiri sağlamak açısından hisse sahiplerine sağlam bir zemin oluşturacağı iddia etmektedir. Kısacası, eğer şirket hisse bölünmesi kararını veren yöneticilerin öngördüğü şekilde gelişmesini sürdürebilirse, hisse bölünmesi hisse sahiplerinin zenginliğinin artmasına katkıda bulunacaktır (Bergsman, 2000:18).

Hisse bölünmesinin zamanlaması çok önemlidir. ABD'deki hisse senedi bölünmelerini takip eden bir site olan stocksplits.com'un yöneticisi Pete Barry, şirketlerin hisse bölünmesi yapmadan önce, hisse senedi fiyatlarının en yüksek noktaya yükselene kadar beklmeleri gerektiğini belirtmiştir. Buna örnek olarak bir hisse senedi \$30 iken 2:1 hisse bölünmesi yapmayı ölüm öpücüğüne benzetmiştir (Bergsman, 2000:18). Barry bunun nedenini, \$ 15'lik bir hisse senedine yatırımcıların ilgi göstermeyeceğini şeklinde açıklamıştır.

Eğer hisse senedinin fiyatı, içinde bulunduğu endüstrideki hisse senetlerinin ortalama fiyatlarına veya piyasa fiyatına göre yüksek ise, hisse bölünmesi yapılabilir ve böylece hisse senedinin fiyatının düşürülmesi sayesinde, hisse senedinin piyasada daha likit hale getirilmesi sağlanarak şirket ve ortaklar için yarar sağlanabilir. Sonuç olarak hisse senedi bölünmesi, hisse senedi şeklinde kar payının aksine her hissenin nominal değerini düşürmektedir. Aslında hem hisse senedi olarak kar payı ödemesinde hem de

hisse senedi bölünmesinde ekonomik amaç aynıdır. Bunların tek farkı, muhasebe biçimlerindedir (Ailen ve Rachim, 1996:135).

2.5.2.8. Melez Kar payı

Nakit ve hisse senedi şeklinde kar payının birlikte yapılması durumudur. Melez kar payı dağıtımında, kar payı dağıtım oranlarının önemi yoktur. Bu şekildeki kar payı dağıtımına tepkiler genel olarak nakit kar dağıtımına verilen tepkilere benzemektedir (Karaca, 2007:152).

Türkiye’de melez kar payı dağıtımı yaygın olarak kullanılmamaktadır. Ancak bu kar payı tipini tercih eden yönetici grubunun düşüncesinin, her iki kar payı dağıtım şeklini tercih eden yatırımcı kitlesinin bu hisselerle yönelmesini sağlamak olduğu düşünülmektedir.

Ayrıca şirketin melez kar payı dağıtımı, dağıtılacak kar payı dağıtımında ne oranda nakit ne oranda hisse senedi şeklinde kar payı dağıtılacağına dair bir yaptırım yoktur. Bu sayede şirket eğer likidite sıkıntısı içinde ise, bu sıkıntısını arttırmayacak oranda nakit, geri kalanını hisse senedi şeklinde dağıtarak, hem kendi hem de yatırımcı memnuniyeti sağlayabilir (Belkayalı, 2004:116).

2.5.2.9. Seçmeli Kar Payı

Ortaklara kar payını alması konusunda nakit ya da senet kar payı şeklinde seçenek sunulmasıdır. Kar payı dağıtımı, haberin alınmasından sonra, belirli bir süre içinde ortaklarca verilecek karar, pay senetlerinin piyasa değeri ile nakit kar payı

miktarının karşılaştırılması sonucu alınacaktır. Eğer iki seçenekten sağlanacak fayda birbirine eşit ya da yakınsa alınacak yeni senetlerin saklanması ya da satılması zahmetine girmek istemeyen küçük hisse sahipleri nakit kar payını seçeceklerdir. Nakit kar payı almakla elde edilecek gelirin, yeni hisse alma seçeneğindeki gelirden daha düşük olması durumunda ise hissedarlar senet kar payını tercih edecek, dolayısıyla şirket ihtiyacı olan nakit fonları bünyesinde tutma imkanını korumuş olacaklardır (Karaca, 2007:153).

ABD'de birçok şirket ortaklarına temettülerini nakit mi yoksa hisse senedi şeklinde mi istediklerini sormakta (Cohen, Zinbarg ve Zeikel, 1987:325) iken, Türkiye'de şirketler bu tercihi kendileri yapmaktadırlar.

Ayrıca seçmeli kar payı dağıtacak şirket bunu yapabilmek için tüm hisse senetleri sahiplerine mektuplar gönderir. Bunun da şirket için belli bir maliyete neden olduğu iddia edilmektedir (Seitz, 1990: 412).

2.5.2.10. İntifa Senedi Şeklinde Kar Payı

İntifa senetleri, esas sermayeye katılmadan şirketlerden maddi menfaat sağlama hakkını temsil eden kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. İntifa senedi sahipleri net kara, tasfiye bakiyesine katılma ya da hisse senedi alma hakları sağlarlar. İntifa senetleri özellikle kuruculara verilir. Nakit ya da diğer kar payı ödemesi yapılmak istenmeyen bazı hallerde ise intifa senetlerinin kar payı olarak dağıtılması söz konusu olabilir (Karaca, 2007:154).

3. ŞİRKETLERDE SERMAYE YAPISI KARARLARI

Şirketlerin sermaye yapısı borç ve öz sermayelerinin toplamından oluşur. Bu toplam içinde, borç ve özsermaye ağırlığının nasıl şekilleneceğinin belirlenmesi ise sermaye yapısı kararlarını oluşturur. Borç - öz sermaye dengesinin yanlış oluşturulması şirketlerin tasfiyesine hatta iflasına neden olabilmektedir. Sermaye yapısını oluşturan unsurların ve sermaye yapısı kararlarının hangi faktörlerden etkilendiğinin bilinmesi, sağlıklı bir finansal yapı oluşturulmasına yardımcı olacaktır. Özellikle günümüzde, ekonomik krizlerin yoğun bir şekilde yaşanması ve buna bağlı olarak birçok şirketin faaliyetini sonlandırması, bu konuya olan önemi bir kat daha arttırmaktadır.

Şirketler, her ne kadar optimal sermaye yapısında faaliyet göstermek isteseler de genel ekonomik durum, endüstrinin özellikleri, şirketlerin yapısı, yasal mevzuat ve borç verecek olanların davranış ve tepkileri de kaynak seçimini etkilemektedir. Ayrıca borçlanmanın ya da sermaye artırımını yapmanın maliyeti, karşılaşılabilecek riskler ve şirketin finansal kaldıraçtan yararlanmak isteyip istememesi de farklı sermaye yapılarının tercih edilmesinde etkili olmaktadır (Kabakçı, 2007:68)

Finans literatüründe 1950'li yıllardan bu yana sermaye yapısı ile ilgili çeşitli teorik yaklaşımlar geliştirilmiştir. Çeşitli varsayımlara dayanılarak geliştirilen bu yaklaşımlar temel olarak bir şirketin sermaye yapısının, sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkileyip etkilemediği ile ilgilidir.

3.1. SERMAYE YAPISI KARARLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Şirketler sermaye yapısı seçiminde faaliyetlerini sürdürdükleri ülkenin ekonomik yapısından içinde buldukları endüstriye kadar birçok faktörden etkilenir. Ülkelerin farklı ekonomik şartlara sahip olması şirketlerin sermaye yapısı seçimini önemli oranda etkiler. Hatta aynı ülkede aynı endüstri kolunda faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısı seçimlerinde bile farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni ise farklı risk ve getiri beklentileri içinde olan şirketlerin yönetim şeklidir.

Finans yöneticisinin sermaye yapısı seçiminde yararlanabileceği birçok yöntem mevcuttur, fakat hiçbiri tek başına yeterli değildir. Finans yöneticisi için sermaye yapısı seçiminde kullanılacak fonların maliyetine ek olarak fon kaynaklarının esnekliği, riskliliği, uygunluğu ve zamanlaması da önemlidir (Yükeri, 2009:14).

Şirketler sermaye yapısı seçiminde fon kaynaklarının maliyetlerini dikkate alır. Büyük ölçekli ve kredi değerliliği yüksek şirketler, küçük ölçekli şirketlere oranla daha düşük maliyetli fon sağlayabilmektedir (Uchida, Udell ve Yamori, 2007:229). Şirketler duran varlık yatırımları için uzun süreli fon kaynaklarını, döner varlıkların finansmanı için kısa süreli fon kaynaklarını kullanmasına finansal uygunluk denir. Başka bir ifade ile kullanılacak fon kaynağının, yapılacak yatırıma uygunluğu, sermaye yapısı seçimini etkilemektedir. Finansal uygunluk, finansal riski de azaltmaktadır. Çünkü, maddi duran varlıklar şirketlerde bir yıldan daha uzun bir süre hizmet vermekte ve yaratacakları nakit akımları amortisman yoluyla olmakta ve uzun yıllar sürmektedir. Zamanlama, şirketin fon kaynağına ihtiyaç duyduğu an en elverişli şekilde bu fonu sağlamasıdır.

Şirketler finansman kararlarını öncelikli olarak risk ve getiri arasındaki ilişkiyi göz önüne alarak değerlendirirler. Yüksek risk içeren finansman kararlarının getirisinin de yüksek olması beklenir. Finansman kaynaklarının şirketin ihtiyacına göre şekillenmesi, şirketin varlıkları artarken bu kaynaklarının da artması ve tersi bir durumda şirketin varlıklarında meydana gelen azalışa bağlı olarak, finansman kaynaklarının da daralması esneklik olarak tanımlanır. Finansmanda esnekliğin sağlanması ile şirketin atıl fon düzeyi en aza indirilecektir (Mackay, 2003:1131-1144).

Şirketlerin hukuki yapısı ve şirket yönetiminin paylaşılma istenip istenmeyeceği de kaynak seçimini etkilemektedir. Şahıs veya aile şirketleri yönetimi paylaşma konusunda daha az istekli iken halka açık kurumsallaşmış şirketlerde tam tersi bir durum söz konusudur. Bu nedenle şahıs ve aile şirketleri yönetimin paylaşılma istenmemesinin etkisi ile kaynak seçiminde borçlanmayı tercih edebilirken, halka açık kurumsallaşmış şirketler ise hisse senedi ihracıyla kaynak sağlama yoluna gidebilmektedir. Şirketler sermaye yapısı kararlarında içinde buldukları koşullar ile fon kaynağının avantaj veya dezavantajını göz önüne alarak sermaye yapısını oluşturmalıdır. Şirketlerin sermaye yapısı seçimine doğrudan etki eden üç önemli faktör vardır. Bunlar ekonominin genel durumu, endüstrinin ve şirketin özellikleridir (Yükeri, 2009:15).

3.1.1. Ekonomik Koşullar

Şirketlerin sağlıklı ve doğru finansal kararlar alması genel ekonomik durumla yakından alakalıdır. Faaliyette bulunulan ülkenin para ve sermaye piyasalarının işleyişi, gelişmişlik düzeyi, yönetim şekli, siyasi ve politik istikrarı bir zincirin halkaları gibi

birbirine bağılı olarak hareket eder ve herhangi birinde meydana gelecek aksaklık diğçerlerini de etkiler. Bu faktörler şirketlerin finansman kaynaklarını elde etme maliyetlerini ve kaynak seçimini etkilemektedir. Şirketlerin sermaye yapısı kararlarında, genel ekonomik durum hakkında tahminlerde bulunurken, göz önünde bulundurması gereken konular şunlardır (Karadeniz, 2008:56):

- Şirketlerin faaliyet hacmindeki gelişmeler
- Para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler
- Vergi oranlarındaki değışmeler
- Kambiyo piyasalarında ve döviz kurlarındaki gelişmelerdir.

Şirketin faaliyette bulunduğu ülkenin genel ekonomik durumunun dönemsel olarak gösterdiği trendin belirlenmesi ve ülkedeki endüstrilerin bu trendlerden nasıl etkilendiğinin saptanması, şirketlere gelecekte alacakları finansman kararlarında yol göstermektedir (Akhtar, 2005:327-335). Genel ekonomik durumda yaşanan büyüme ve gelişme tüketimi arttıracak ve buna bağılı olarak da şirketler üretim ve yatırım harcamalarına yönelecektir. Yaşanan büyüme ve gelişme fon bulma maliyetlerine de yansıyacak ve şirketler yabancı kaynakla finansmanı tercih edecektir. Genel ekonomik durumda yaşanan daralma ve gerileme tüketim harcamalarının azalmasına buna bağılı olarak işsizlik ile enflasyonun artmasına ve fon bulma maliyetlerinin değışmesine neden olacak ve çoğunlukla şirketler öz sermaye ile finansmana yönelecektir. Fakat genel ekonomideki değışim her endüstri kolunu aynı oranda etkilememektedir.

Ülkelerin para ve sermaye piyasalarının işleyişi, gelişmişlik düzeyleri arasındaki farklılıklar sermaye piyasalarını etkilemektedir. Gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarında derinleşme ve sermayenin tabana yayılması sağlanmakta küçük ve orta ölçekli şirketler, bu piyasalardan en az büyük ölçekli şirketler kadar yararlanabilmektedir. Sermaye piyasaları geliştikçe bankacılık sektörü bu gelişmeden olumlu yönde etkilenecek kredi imkanlarını artırmakta ve küçük şirketlerin fon kaynağına ulaşması kolaylaşmaktadır (Güloğlu ve Bekçioğlu, 2001:16).

Borç kullanımının şirketlere sağladığı en önemli avantaj, borcun faiz ödemelerinin vergiden indirilerek vergi tasarrufu sağlamasıdır. Bu avantaj şirketlerin sermaye yapısı oluşumlarında borç kullanmalarına neden olmaktadır. Genel ekonomide gelecek dönemlerde gelir vergisi oranının yükseleceği beklentisi hakim ise şirketlerin borçla finansmanı artacaktır.

Kambiyo piyasalarındaki ve döviz kurlarındaki gelişmeler borçlanmanın ulusal para ya da yabancı para cinsinden yapılması konusunu etkilemektedir. Kazançlarının büyük bir kısmını yabancı para cinsinden elde eden şirketler döviz kurlarındaki değişimlerden etkilenecek kur riskine maruz kalacaktır. Bu durum şirketlerin sermaye yapısı seçimini önemli oranda etkilemektedir (Yükeri, 2009:16).

3.1.2. Endüstriye Özgü Koşullar

Endüstrilerin genel ekonomik durumdan etkilenme dereceleri, mevsimsel hareketlerin yaşanması, endüstrideki rekabet şekli, endüstrinin içinde bulunduğu evre, o endüstriye ait gelenek ve görenekler farklı endüstride faaliyet gösteren şirketlerin

sermaye yapılarının farklı olmasına neden olmaktadır. Mevsimsel hareketliliğin etkisinin yoğun olduğu endüstrilerde şirketler, finansal esneklik sağlamak amacıyla daha çok kısa süreli finansal kaynaklara yönelmektedir. Kısa süreli finansman kaynaklarının tercih edilmesi ile mevsimsel değişimin şirket üzerindeki olumsuz etkisi en aza indirgenmektedir.

Genel ekonomik dalgalanma, bazı endüstri dallarının üretim ve satış hacmini önemli derece de etkilerken, bazı endüstri dallarında etkisi daha az olmaktadır. Örneğin, dayanıksız tüketim malları üretilen bir endüstri genel ekonomik dalgalanmadan çok fazla etkilenmektedir. Buna karşın ikamesi olmayan bir mal üretilen endüstri kolunda ise genel ekonomik dalgalanmanın etkisi çok az olmaktadır (Kurshev ve Strebulaes, 2006:32-42).

Bu bağlamda genel ekonomik dalgalanmaya karşı duyarlılığı çok fazla olan şirketlerin sermaye yapıları daha çok öz sermayeden oluşmalıdır. Böylece daha çok öz sermaye kullanarak finansal risklerini minimuma çekmiş olacaklar ve olası bir genel ekonomik dalgalanmadan en az şekilde etkileneceklerdir.

Şirketin bulunduğu endüstri içindeki rekabetin şekli ve yoğunluğu sermaye yapısı kararlarını etkileyen bir diğer faktördür. Örneğin rekabetin yoğun olarak yaşandığı endüstrilerde, gelecekte gerçekleşmesi beklenen karın ve satışların doğru bir şekilde tahmin edilememesinden dolayı şirketler riskten kaçınmak için öz sermaye ile finansman şeklini seçmektedir (Bayar, Aydın ve Başar, 2001:75).

Rekabetin yoğun yaşandığı endüstrilerde iş riski de artmaktadır. Rekabetin olmadığı ya da daha az yaşandığı endüstriler de ise şirketler daha çok yabancı kaynak kullanabilirler. Çünkü rekabetin çok az olduğu endüstrilerde, satışlarda ve kar da çok önemli dalgalanmalar yaşanmamaktadır. Buna bağlı olarak da şirketler finansal yükümlülüklerini yerine getirmede zorlanmamaktadırlar.

Şirketler gibi endüstrilerin de yaşam eğrileri vardır. Endüstrinin içinde bulunduğu yaşam evresi şirketlerin sermaye yapılarını etkilemektedir. Endüstrinin ilk evrelerin de şirketler yaşanabilecek olumsuzluklara ve başarısızlıklara bağlı olarak daha fazla öz sermaye kullanmalı ve finansal riski azaltmalıdır. Endüstrinin büyüme ve gelişme evrelerinde ise şirketler finansal kaynaklara kolaylıkla ulaşabildikleri için yabancı kaynak kullanımını daha çok tercih etmektedirler. Olgunluk döneminde ise şirketler daha çok oto finansman yoluyla kaynak sağlama yoluna gitmekte ve borçlanma oranları azalmaktadır. Duraklama ve gerileme evrelerinde ise şirketler daha esnek finansal yapıları tercih etmektedir. Şirketler faaliyette buldukları endüstri kolunda yerleşmiş ve kabul görmüş sermaye yapısı dışında bir sermaye yapısına sahip oldukları zaman yabancı kaynak sağlamaları hem zorlaşmakta hem de daha maliyetli olmaktadır. Çünkü endüstrinin sahip olduğu ve şirketlerin finansal yapılarını ortaya koyan sermaye yapısı oranları dışında bir sermaye yapısına sahip olmak, finans kuruluşları tarafından olumsuz bir gösterge olarak algılanabilmektedir (Yükeri, 2009:18).

3.1.3. Şirkete özgü koşullar

Şirketin faaliyette bulunduğu ülkenin genel ekonomik durumu ve içinde yer aldığı endüstrinin özelliklerine ek olarak şirketin özellikleri de sermaye yapısı seçimini

etkilemektedir. Şirketin organizasyon şekli ve hukuki yapısı, büyüklüğü, yaşı, varlıklarının yapısı, büyüme arzusu, yöneticilerin tutumu, karlılık durumu ve içinde bulunduğu yaşam eğrisi sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir (Akman, 2012:56).

Şirketlerin organizasyon şekli ve hukuki yapısı fon kaynağına ulaşmayı ve fon kaynağının maliyetini önemli derece de etkilemektedir. Şahıs şirketlerinde, şirket için gerekli olan fon kaynaklarına ulaşılması ve maliyeti şirket sahibinin öz varlığına ve kredibilitesine bağlı iken; sermaye şirketleri fon kaynaklarına daha az maliyetle ve daha kolay ulaşabilmektedir (Cassar ve Holmes, 2003:127-140). Bunun sebebi fon sağlayanların fonun geri ödenmeme riskini sermaye şirketlerinde birden fazla kişi ve şirkete dağıtmasıdır. Bu nedenle sermaye şirketleri şahıs şirketlerine oranla sermaye piyasalarından daha az maliyetle daha fazla yararlanabilmektedir.

Şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen bir diğer faktörde şirket büyüklüğüdür. Küçük ölçekli şirketler fon sağlamak için öncelikli olarak öz kaynaklarını kullanmakta, öz kaynakların yetersiz kalması durumunda yabancı kaynaklara yönelmektedir. Küçük ölçekli şirketler finansman bonusu ve tahvil ihracı gibi finansman sağlama yöntemlerini kullanamadıkları için çoğunlukla yabancı kaynak ihtiyacını satıcı kredileri ve kısa süreli banka kredileri ile karşılamaktadır. Büyük ölçekli şirketlerin fon ihtiyacı küçük ölçekli şirketlere oranla daha fazla olacağından bunu tek bir kaynaktan sağlayabilmeleri mümkün olmamaktadır. Bu nedenle, büyük ölçekli şirketler çok çeşitli kaynaklardan fon tedarik etmektedir (Akman, 2012:58).

Fon sağlayanlar, yeni kurulmuş şirketlere oranla yaşça büyük olan şirketlerin satışları, faaliyetleri, yönetimi ve buna benzer birçok konuda daha fazla bilgiye sahiptir.

Diğer bir ifadeyle yaşça büyük şirketlerin asimetrik bilgi düzeyi daha düşüktür. Bu nedenle yaşça büyük şirketler yeni kurulmuş şirketlere oranla daha kolay ve daha az maliyetle fon kaynaklarına ulaşabilmektedir. Şirketlerin faaliyet süresi dikkate alındığında, uzun süredir faaliyet gösteren şirketlerin birikmiş fon kaynaklarının olması nedeniyle borçla finansmana ihtiyaçları daha az olmaktadır (Hall, Hutchinson ve Michealas, 2005:716).

Şirket satışlarındaki artma veya azalma, sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Satışları artan ve büyüme trendi içinde olan şirketler daha fazla yabancı kaynak kullanırken satışları artmayan veya azalmaya başlayan şirketler ise öz kaynaklara yönelmektedir. Satışları düzenlilik gösteren şirketler geleceğe yönelik yapacakları plan da borcun anapara ve faizini kolaylıkla ödeyebilirken, satışları düzensizlik gösteren şirketler uzun süreli borçlanma karşında borcun geri dönüşünde finansal sıkıntı çekmektedir. Şirket sahiplerinin, şirket yönetimini paylaşmak isteyip istememesi de sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Hisse senedi ihracı ile finansman şirket yönetiminde söz sahibi olunması konusunu gündeme getirirken borçlanma yolu ile finansmanda bu durum söz konusu olmamaktadır. Şirket yönetimini paylaşmak istemeyen şirketler daha çok borçlanma yolu ile finansman sağlamayı tercih etmektedir. Şirket yönetimini paylaşmamak adına sürekli yabancı kaynaklardan fon sağlanması, iflas maliyetlerinin artmasına ve belirli bir borçlanma düzeyinden sonra şirket yönetiminin tamamen kaybedilmesine neden olabilmektedir (Jensen ve Meckling, 1976:305-325).

Şirketlerin karlılık durumu da sermaye yapısı kararlarını yakından etkilemektedir. Karlılığı yüksek olan şirketlerin sermaye yapılarında kısa vadeli borç

kullandıkları, yatırımlarını da özsermaye ile finanse ettikleri görülmüştür. Bunun nedeni karlılıkları yüksek olan şirketlerin daha yüksek oranda karı otofinansman için şirkette alıkoyabilmeleridir (Bahçeli, 2003:27).

Şirketin içinde bulunduğu yaşam eğrisi, endüstri yaşam eğrisine benzerlik göstermekte, şirketin finansman seçimini ve buna bağlı olarak sermaye yapısı seçimini önemli ölçüde etkilemektedir. Başlangıç döneminde, yeni kurulmuş ve müşteri portföyü henüz oluşmamış şirketlerin yabancı kaynak sağlaması hem çok zor, hem de çok maliyetli olmaktadır. Genişleme döneminde ise şirketler, yatırımcılar açısından da cazip hale gelmiştir. Şirketlerin bu dönemde yabancı kaynak sağlamaları daha kolay hale gelmiştir. Büyümenin hızlandığı dönemde ise şirketin yeni yatırımlar için fon ihtiyacı da artmaya başlamıştır. Şirketler bu dönemde diğer faktörlerin de etkisi ile ya hisse senedi ihracına ya da borç senedi ihracına yönelerek fon sağlamaya çalışacaklardır. Olgunluk döneminde ise şirketlerin yeni yatırım yapma ihtiyaçları azalmıştır. Daha önce yapılan yatırımlardan düzenli bir şekilde nakit akımı sağlanmakta ve şirketler, borçlanmanın vergi etkisini de göz önüne alarak daha çok yabancı kaynaklardan fon sağlamayı tercih etmektedir. Gerileme döneminde ise şirketler yabancı kaynakla fon sağlamanın yükümlülüklerini azaltmak amacıyla öz kaynakla finansmana yönelmektedir (Yükeri, 2009:20).

3.2. SERMAYE YAPISI YAKLAŞIMLARI

Sermaye yapısı yaklaşımları, gereksinim duyulan fonların ne kadarının öz sermaye, ne kadarının borç kullanarak elde edeceği konusunu ve şirketin sermaye

yapısında borç veya öz sermaye kullanma oranı ile sermaye maliyeti ve şirket değeri arasında bir ilişki olup olmadığını tartışmaktadır (Yücel, 2006:5). Diğer bir deyişle sermaye yapısı yaklaşımları finansal kaldıraç faktörünün sermaye maliyeti ve şirket değeri üzerinde etkisinin ne olacağını cevaplamaya yönelik olarak geliştirilen yaklaşımlardır.

3.2.1. Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımları

Klasik sermaye yapısı yaklaşımları şirketlerin sermaye yapısı değişikliklerinin şirket değeri ve sermaye maliyetine nasıl etki edeceğini açıklamaya çalışan yaklaşımlardır. Bu yaklaşımların dayandığı bazı varsayımları şu şekilde özetlemek mümkündür (Karadeniz, 2008:15);

- Bu yaklaşımlarda gelir vergisi dikkate alınmamaktadır.
- Sermaye yapısı değişikliklerinin maliyeti yok sayılmıştır.
- Şirket gelirlerinin tamamının kar payı olarak dağıtıldığı varsayılmaktadır.
- Pazardaki bütün yatırımcılar için, her şirketin gelecekte beklenen faaliyet gelirlerinin subjektif olasılık dağılımlarının beklenen değerleri aynıdır.
- Şirketlerin faaliyet gelirlerinin artmayacağı beklenmektedir.
- Şirket riskinin sabit kaldığı varsayılmaktadır.

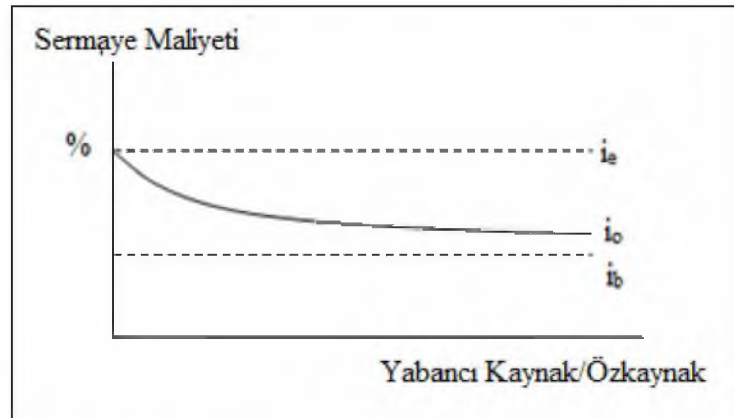
Klasik sermaye yapısı yaklaşımlarını net gelir, net faaliyet geliri, geleneksel ve Modigliani-Miller yaklaşımı olmak üzere dört başlık altında toplanmak mümkündür.

3.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Net gelir yaklaşımına göre şirketler, kaldıraç derecesini (finansal kaldıracını) yükselterek şirket değerini yükseltebilmekte ve ortalama sermaye maliyetini düşürebilmektedir. Bunun sonucunda hisse senetlerinin piyasadaki değerleri artmaktadır (Horne, 1983:246).

Ancak bu yaklaşım, öz kaynak maliyetinin ve borçlanma maliyetinin değişmediği varsayımında geçerli olmaktadır. Öz kaynak maliyetinin, borçlanma maliyetinden daha yüksek olması nedeniyle, şirket borçlanmasını artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte ve şirketin değerini artırabilmektedir. Dolayısıyla bu yaklaşım, şirket ortaklarının ve şirkete borç verenlerin, şirketin borçlanmasının artması sonucunda artacak olan likidite ve ödeyememe risklerine kayıtsız kaldıklarını kabul etmektedir.

Şekil 1. Net Gelir Yaklaşımı'nda Ortalama Sermaye Maliyeti

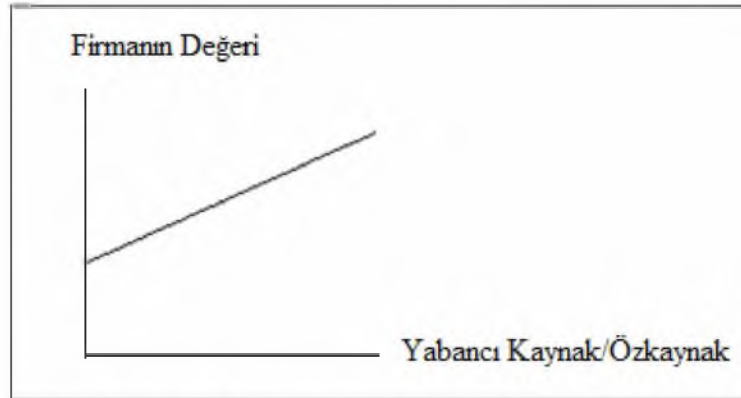


Kaynak: Akgüç, 2010:487

i_e öz kaynak maliyetini, i_b borçlanma maliyetini, i_o ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir. Net gelir yaklaşımında, şirketin borçlanma oranı arttığında, ortalama

sermaye maliyetinin düşeceği, şirket değerinin artacağı kabul edilmektedir.

Şekil 2. Net Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri



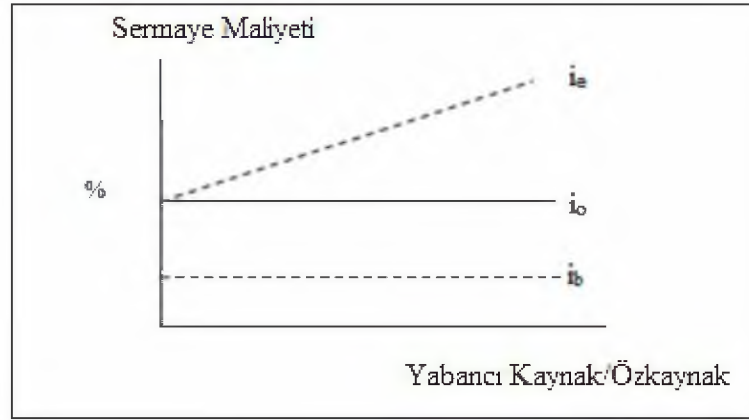
Kaynak: Akgüç, 2010:488

Net gelir yaklaşımı, tüm sermaye yapılarında öz kaynak maliyeti ile borçlanma maliyetinin sabit kaldığı varsayımına dayandığı için eleştirilmektedir. Aslında bir şirket, daha az maliyetli olan yabancı kaynak kullanımını arttırdıkça ve toplam kaynaklar içinde yabancı kaynakların ağırlığı arttıkça borçlanma maliyeti artacak, şirket piyasa değerini düşürmemek için daha fazla temettü dağıtacaktır. Bu ise hem borçlanmanın maliyetinin hem de öz kaynak maliyetinin artmasına neden olacaktır.

3.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin, borçların ve dolaşımdaki hisse senetlerinin değerinin, kullanılan kaldıraç oranından bağımsız olduğu kabul edilmektedir. Bu yaklaşım, şirketin sermaye yapısını değiştirmesinin ortalama sermaye maliyetine ve şirket değerine etkisi olmayacağını, şirketin ortalama sermaye maliyetinin tüm sermaye yapıları için sabit kalacağını savunmaktadır (Ceylan, 1995:183).

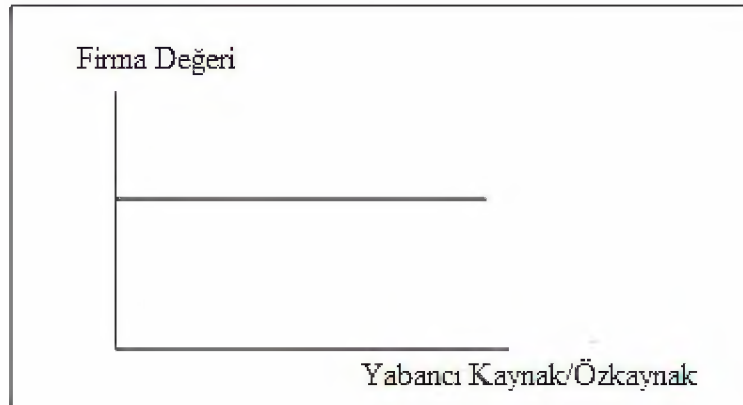
Şekil 3. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda Ortalama Sermaye Maliyeti



Kaynak: Akgüç, 2010:489

i_e öz kaynak maliyetini, i_b borçlanma maliyetini, i_o ortalama sermaye maliyetini ifade etmektedir. Şirket öz kaynakla finansman yerine borçlanmayı tercih ettiğinde, öz kaynak maliyeti artmış, ortalama sermaye maliyeti değişmemiştir. Dolayısıyla borçlanmanın artması, şirket değerinde bir değişiklik yaratmamaktadır.

Şekil 4. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda Şirket Değeri



Kaynak: Akgüç, 2010:492

Diğer bir ifadeyle net faaliyet geliri yaklaşımı; şirketin değeri ile şirket kaynaklarının ne kadarının borçla ne kadarının öz kaynakla finanse edildiği bilgisi

arasında bir ilişki olmadığını savunmaktadır.

Net faaliyet geliri yaklaşımının varsayımlarının da gerçek hayatta kabul edilebilirliği bulunmamaktadır. Çünkü şirkete borç verenler, belirli bir borç oranından sonra artan riski karşılamak amacıyla faiz oranlarını yükseltmekte, dolayısıyla şirket için borçlanmanın maliyeti sabit kalmayarak, bir noktadan sonra artmaktadır (Akgüç, 2010:490).

Net faaliyet geliri yaklaşımı iki açıdan eleştirilmektedir. Birincisi borçlanma düzeyinin yükselmesi sonucunda borçlanma maliyetinin aynı kaldığı yani finansal riski dikkate almaması konusunda eleştirilmektedir. İkincisi ise öz sermaye maliyetinin, borçlanma miktarının artması sonucunda finansal riskin artışına paralel olarak yükseleceği beklentisinin geçerliği açısından eleştirilmektedir (Yükeri, 2009:26).

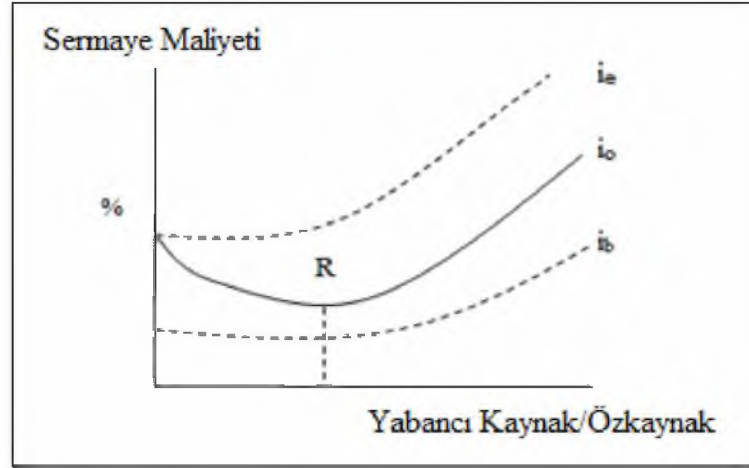
3.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Bu yaklaşıma göre şirketler için tek bir optimal sermaye yapısı vardır ve şirketler finansal kaldıraç değiştirerek şirket değerinin belirlenmesinde etkili olabilmektedirler (Horne, 1983:249). Örneğin şirketler, finansal kaldıraçtan yararlanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte ve hisse senetlerinin değerini ve dolayısıyla şirket değerini yükseltebilmektedir.

Geleneksel yaklaşımın bir diğer versiyonuna göre ise borçlanma maliyeti belirli bir kaldıraç seviyesine gelinceye kadar sabit kalmakta, daha sonra yükselmeye başlamaktadır. Bu yaklaşıma göre, borçlanma arttıkça bir süre özkaynak maliyeti artmakta, ortalama sermaye maliyeti değişmemektedir. Ancak bir noktadan sonra borçlanmanın maliyeti de artmaya başlamakta, ortalama sermaye maliyeti yükselerek

şirket değeri düşmektedir.

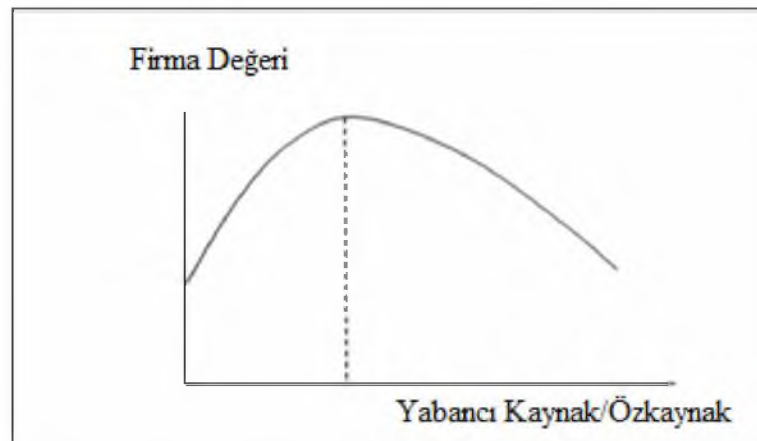
Şekil 5. Geleneksel Yaklaşım'da Ortalama Sermaye Maliyeti



Kaynak: Akgüç, 2010:494

Grafikte, i_e öz kaynak maliyetini, i_b borçlanma maliyetini, i_o ortalama sermaye maliyetini, ifade etmektedir. Grafikten de anlaşılacağı gibi belli bir borç/öz kaynak oranına kadar ortalama sermaye maliyeti düşmüş, borçlanmanın maliyetinin artmasıyla ortalama sermaye maliyeti artmaya başlamıştır.

Şekil 6. Geleneksel Yaklaşım'da Şirket Değeri



Kaynak: Akgüç, 2010:494

Geleneksel yaklaşımda şirket değerinin en yüksek olduğu nokta ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu noktadır.

3.2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani-Miller, net faaliyet geliri yaklaşımında kurulan borç/özkaynak oranı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi daha ileri bir noktaya taşımıştır. Bu yaklaşımının temel varsayımları şunlardır (Modigliani ve Miller, 1958:261-297).

- Sermaye piyasaları kusursuz işlemektedir. Piyasaya ilişkin her türlü bilgi, maliyete katlanılmadan ve anında tüm yatırımcılara ulaşmaktadır. İşlem maliyetleri yoktur ve yatırımcılar rasyonel hareket etmektedir.
- Bir şirketin ortalama beklenen faaliyet geliri, birtakım rastgele değişkene bağlı olarak belirlenmektedir. Tüm şirketlerin gelecekteki beklenen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarının, günümüzdeki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımlarına eşittir.
- Benzer getirilere sahip şirketler bir grupta toplanabilecektir. Aynı gruptaki şirketlerin aynı risk derecesine sahip oldukları kabul edilmektedir.
- Kurumlar vergisinin olmadığı varsayılmaktadır. (Daha sonra bu varsayım kaldırılmıştır.)

Bu yaklaşıma göre, sermayenin hangi borç/öz kaynak oranında oluşturulduğunun önemi yoktur. Bu yaklaşımda önemli olan şirketin kârlılığı ve riskidir. Modigliani-Miller'e göre sermaye yapısının değişmesinin sermaye piyasalarında herhangi bir etkisi olmamaktadır. Dolayısıyla şirket değeri, kaynakların ne ile finanse edildiğinden

etkilenmemektedir.

Modigliani-Miller yaklaşımı, arbitrajın olduğu durumlarda geçerli olmaktadır. Eğer piyasada finansal riski daha az bir şirket varsa, yatırımcılar daha riskli olan şirket hisse senetlerini satarak, daha az riskli şirketin hisse senetlerine yatırım yapacaklardır. Bu ise daha az riskli şirketin hisse senetlerinin değerinin yükselmesini sağlayacaktır (Büyüktortop, 2007:16).

Tablo 4. Klasik Sermaye Yapısı Yaklaşımlarının Özet Tablosu

Yaklaşımlar	Şirketin Sermaye Yapısındaki Değişme	Ortalama Sermaye Maliyeti
Net Faaliyet Geliri	Şirketin piyasa değerini etkilemez.	Tüm sermaye yapıları için sabittir.
Net Gelir	Şirketin piyasa değerini yükseltebilir.	Şirket borçlandıkça azalır. Borçlanma ve öz kaynak maliyetleri sabittir.
Geleneksel	Şirketin piyasa değerini yükseltebilir.	Şirket optimal sermaye yapısına kadar borçlandıkça azalır. Şirket optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra artar.
Modigliani - Miller	Şirketin piyasa değerini etkilemez.	Şirketin ortalama sermaye maliyeti değişmez.

Kaynak: Özalın, 2006:9

3.2.2. Diğer Sermaye Yapısı Yaklaşımları

Klasik sermaye yapısı yaklaşımlarının bazı eksikliklerinin giderilmesi ve gelişen sermaye piyasalarındaki davranış modellerini daha iyi açıklayabilmek için yeni teoriler geliştirilmiştir. Diğer sermaye yapısı teorileri topluca gösterebilmek amacı ile aşağıdaki tablo oluşturulmuştur.

Tablo 5. Diğer Sermaye Yapısı Teorileri

Dengeleme Teorisi (Trade-off Theory)	Temsil Maliyetleri (Vekalet) Teorisi (Agency Cost Theory)	Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)	Açıklama Teorisi (Signalling Theory)
---	---	---	---

3.2.2.1. Dengeleme Teorisi (Trade-off Theory)

Dengeleme teorisi, şirket değerinin yükseltilmesi için piyasa aksaklıklarının etkisini en aza indirecek optimum borç oranı ile finansman sağlanması gerektiğini savunmaktadır. Bu teori MM'nin 1958 yılında ortaya koyduğu ilişkisizlik hipotezine, kurumlar vergisinin (Modigliani ve Miller, 1963), gelir vergisinin (Miller, 1977), temsilci maliyetlerinin (Jensen ve Meckling, 1976) ve finansal sıkıntı maliyetlerinin (Stiglitz, 1969) eklenerek gerçek dünya koşullarında geçerli bir sermaye yapısı modelini ortaya koymaya çalışmaktadır (Akman, 2012:37).

Modern finasta şirketlerin finansmanda borç ile sermaye arasındaki tercihlerini iki farklı nedenden yapabilecekleri üzerinde durulmaktadır. Bunlardan ilki, şirketlerin borçlanmanın marjinal maliyetini yani 1 lira daha borç alındığında bunun şirkete olan maliyetini ve borçlanmanın marjinal faydasını yani 1 lira daha borç alındığında bunun şirkete olan faydasını hesaplayarak karar verdiklerini savunan modeldir. Borç almanın maliyeti, vadeye, şirketin finansal durumuna ve ekonominin durumuna bağlı olarak değişebilen faizdir. Ayrıca ortaklar ile borç verenler arasındaki çıkar çatışmaları, iflas maliyetleri de borçlanmanın maliyetlerindedir. Borçlanmanın en önemli faydası ise borçlanma nedeni ile ödenen faizin vergi matrahından düşülebilmesi, bu sayede daha düşük vergi ödenebilmesidir. Şirket bu iki veriyi dikkate alarak optimal miktarda borçlanmak isteyecektir (Fama ve French, 2005:549-582)

Ancak, aşırı borçlanma durumunun şirketin iflas riskini arttıracığı unutulmamalıdır. Şirketlerin daha az ya da daha çok borçlanma politikalarıyla ilgili bu iki farklı görüş, vergi avantajını maksimize etmek ve iflas riskini minimize etmek şeklinde şirketleri optimal borç seviyesine ulaşabilmek için arayışa yöneltmiştir (Nunes ve Serrasqueiro, 2007:550).

3.2.2.2. *Temsil Maliyetleri (Vekalet) Teorisi (Agency Cost Theory)*

Temsil maliyetleri teorisi, hissedarlar ile şirket yöneticileri ve hissedarlar ile kreditorler arasındaki anlaşmazlıklara dayanmaktadır. Jensen ve Meckling (1976)'in temsil maliyetleri teorisi MM'e karşı olarak sermaye yapısının şirket değeri üzerinde etkili olduğu görüşünü desteklemektedir.

Finans teorisinde vekalet ilişkilerinin sermaye yapısının oluşturulmasında önemli bir etkisi bulunmaktadır. Sermaye yapısını etkileyen vekalet ilişkileri üç gruba ayrılmaktadır (Kula, 2000:75-76).

- Hissedarlar ile onları şirket yönetiminde temsil eden şirket yöneticileri arasındaki ilişkiler
- Borç verenler ile onların fonlarını şirketten kullanan hissedarlar arasındaki ilişkiler
- Mevcut hissedarlar ile potansiyel hissedarlar arasındaki ilişkiler

Mevcut hissedarlar, potansiyel hissedarlara göre şirket hakkında daha çok bilgiye sahiptir ve bu bilgiyi gizli tutup kendi çıkarlarına kullanır. Eğer gerçekleştirilecek projeden iyi getiri bekleniyorsa hissedarlar, fon temini için yeni hissedar bulma arayışına girmezler. Bunun yerine düşük faizli borç ihraç ederek getirinin büyük bir kısmının kendilerinde kalmasını sağlarlar. Sahiplik ve kontrol birbirinden ayrıldığı zaman çıkar çatışmaları nedeni ile ortaya çıkan vekalet (temsil) maliyetleri gerçek dünyada şirket değerini azaltan bir unsur olmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:240).

3.2.2.3. Finansal Hiyerarşi Teorisi (Pecking Order Theory)

Myers ve Majluf (1984) birlikte yaptıkları çalışmalarında finans alanında “Hiyerarşi Teorisi” olarak adlandırdıkları yeni bir teori ortaya atmışlardır. Bu teoriye göre, yeni yatırımları finanse etmek isteyen yatırımcılar, sermaye yapısını oluştururken öncelikle otofinansmana daha sonra borçlara son olarak ise hisse senedi ihracına başvurmaktadır. Buna göre, şirketlerin belirleyecekleri optimal borç/özsermaye oranı yoktur. Her şirketin borç oranı, dışsal kaynaklarla finansman ihtiyacını kümülatif olarak yansıtmaktadır. Borç oranı, şirkette yaratılan kaynakların düzeyine ve yatırım harcamalarına göre değişiklik göstermektedir. Sınırlı yatırım fırsatları olan kârlı şirketler düşük borç oranlarına sahip olurken, daha fazla yatırım fırsatları olan ancak şirkette yaratılan fonları yetersiz olan şirketler ise daha yüksek borç oranlarına sahip olmaktadır. Borç oranlarının belirlenmesinde, borçlanmanın kurumlar vergisi ile sağlayacağı vergi tasarrufu avantajı ve finansal kriz endişesi gibi hususlar ikinci derecede önemlidir (Çağlı, 2001:42-44).

Hiyerarşi teorisi, en kârlı şirketlerin neden genellikle daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Bunun nedeni hedef borç/öz sermaye oranlarının düşük olması değil, dışsal fonlara ihtiyaç duyulmamasıdır. Daha az kârlı şirketler borçlanırlar. Çünkü yatırım projeleri için yeterli içsel fonları yoktur ve hiyerarşi teorisine göre de borç ilk sıradaki dışsal finansman kaynağıdır. Myers'in hiyerarşi teorisi geleneksel sermaye yapısı teorisine alternatif sunmaktadır. Ancak Myers finansal hiyerarşi teorisinin iki boşluğu olduğunu belirtmektedir (Myers ve Majluf, 1984:590):

- Finansal hiyerarşi değişmez nitelikteki kar payı politikalarına dayanır ama kar paylarının niçin değişmez olduğunu açıklamaz.
- Şirketlerin ne zaman ve niçin adi hisse senedi ihraç edeceğine net açıklama getirmez.

Dengeleme teorisi ile finansal hiyerarşi teorisi önemli farklılıklar içermektedir (Yücel, 2006: 68-69):

- Dengeleme teorisi, finansal kararlarda belirli bir hedef belirleyerek, değişmeyen ve göreceli olarak durağan (statik) sermaye yapısı görüşünü, finansal hiyerarşi teorisi ise dinamik bir sermaye yapısı yaklaşımını önermektedir.
- Her iki yaklaşımın borç kullanma düzeyine bakış açısı farklıdır. Dengeleme teorisi, hedef borçlanma oranı belirleyerek, şirketlere optimal düzeye kadar borç kullanımını önerirken, finansal hiyerarşi teorisi, şirketlerin ancak yeterli içsel kaynaklara sahip olmadıkları zaman borç kullanmalarını önermektedir.

- Dengeleme teorisi vergilerin etkisini, finansal sıkıntı ve menkul kıymet ihraç maliyetlerini göz önünde bulundurarak şirket için optimal borçlanma düzeyine açıklık getirirken, finansal hiyerarşi teorisinde bu faktörler yer almamaktadır.
- Dengeleme teorisi, karlı şirketlerin neden az borç kullandıklarını açıklayamazken, finansal hiyerarşi teorisi bu konuya açıklık getirmektedir. Finansal hiyerarşi teorisi, karlı şirketlerin dış kaynağa ihtiyaç duymamaları nedeniyle borçlanma oranlarının düşük olacağı görüşündedir.

Finansal hiyerarşi teorisi ve dengeleme teorisi, sermaye yapısı kararlarında çok önemli ve birbirinden farklı konulara açıklık getirmektedir. Bu nedenle teorilerden birinin diğeri yerine ikame edilmesi mümkün değildir.

3.2.2.4. Açıklama Teorisi (Signalling Theory)

Ross (1977) tarafından yapılan çalışma “Açıklama Teorisi” merkezli bir çalışmadır. Bilgi asimetrisinin sonucu olarak, en iyi bilgilere sahip olan acenteler daha az bilgi sahibi olan bilgi kullanıcılarına gereken bilgi desteğini sağlamaktadır. Borç kullanımındaki artış, şirketlerin piyasaya rapor olarak bildirdiği olumlu bir durumdur. Çok kârlı ve büyüme eğilimli şirketler daha az kârlı ve büyüme eğilimi olmayan şirketlere nazaran daha fazla borçlanmaya gitmektedirler (Nunes ve Serrasqueiro, 2007:551).

Aşağıdaki tabloda sermaye yapısıyla ilgili farklı teorilere göre borçlanmayı etkileyen faktörler özet bir biçimde gösterilmektedir. Buna göre borçlanmayı etkileyen

değişkenler karlılık, şirket büyüklüğü, varlık yapısı, kazançlardaki değişim ve büyüme olanakları olmaktadır. Bu değişkenler sermaye yapısıyla ilgili yukarıda açıklanan teorilere göre borçlanmayı hem olumlu hem de olumsuz olarak etkilemektedir (Nunes ve Serrasqueiro, 2007:551).

Tablo 6. Sermaye Yapısı Teorileri ve Borçlanmayı Etkileyen Faktörler

Değişkenler	Olumlu Etki (+)	Olumsuz Etki (-)
Kârlılık	Dengeleme ve Açıklama Teorisi	Hiyerarşi Teorisi
Şirket Büyüklüğü	Dengeleme ve Açıklama Teorisi	Hiyerarşi Teorisi
Varlık Yapısı	Vekalet ve Dengeleme Teorisi	Vekalet Teorisi
Kazançtaki Değişim	Açıklama Teorisi	Dengeleme Teorisi
Büyüme Olanakları	Hiyerarşi ve Açıklama Teorisi	Hiyerarşi ve Dengeleme Teorisi

Kaynak: Ata-Ağ, 2010:45-60

4. SERMAYE ARTIRIMLARI

Sermaye artırımını, bir şirketin esas (kayıtlı) sermayesine karşılık olan hisse senetlerinin bedelleri ödendikten sonra genel kurul (yönetim kurulu) kararı ile yeni hisse senedi çıkarılarak şirket sermayesinin artırılmasıdır.

Şirketleri sermaye artırımına iten birtakım sebepler vardır ve genelde yılda bir defa olmak üzere sermayelerini artırma yoluna gitmektedirler. Başlıca sermaye artırım nedenleri aşağıda sıralanmıştır (Eren, 2001:30):

- Yüksek enflasyon şartlarında erimiş olan sermayelerini güçlendirmek,
- Şirketin faaliyetlerinin reel büyümesi sonucu gereken fon ihtiyacını gidermek,
- Yeni yatırımlar yapmak,

4.1. SERMAYE ARTIRIMI TÜRLERİ

Şirketler iki şekilde sermaye artırımını yapmaktadır. Birincisi dış kaynaklardan, ikincisi ise iç kaynaklardan yararlanmak şeklinde olmaktadır.

4.1.1. Dış Kaynaklardan Yapılan (Bedelli) Sermaye Artırımı

Bedelli Sermaye artırımını, şirketlerin dış kaynaklardan temin etmiş oldukları yeni kaynaklar (fonlar) karşılığında, hisse senedi dağıttıkları sermaye artırım türüdür. Ortakların bedelli sermaye artırımına katılma hakları da Rüçhan Hakkı olarak adlandırılmaktadır.

Şirketler, bedelli sermaye artırımını ile yatırımları için gerekli fonu sağlamanın yanı sıra kısa dönem nakit ihtiyaçlarını da karşılamış olmaktadır. Bu ise yönetimin kısa dönemli kaygılardan kurtularak şirketin orta ve uzun dönemli hedefleri üzerinde yoğunlaşmasını sağlamaktadır. Aynı zamanda yeni yatırımcıların şirkete ortak olması ile yeni tecrübeler ve bakış açıları kazanılmaktadır. Şirketlerin bedelli sermaye artırımlarını tercih etmemelerinin en büyük nedenleri ise yönetim üzerindeki denetimin artması ya da değişmesi, kontrolün paylaşılması, yatırımcı sayısının artması nedeniyle raporlama maliyetlerinin yükselmesi, kamuya açıklama yükümlülüklerinin artmasıdır (Akkranupornpong ve Kleiner, 2004:82-90).

Diğer taraftan bedelli sermaye artırımları, şirket değerinin belirlenmesinde kullanılabilmesi gibi, yatırımcıların yanlış değerlemesi nedeniyle şirket değerinin olduğundan düşük ya da yüksek görünmesine de neden olabilmektedir. Temel olarak 4 çeşit bedelli sermaye artırımını modeli bulunmaktadır (Eriş, 2009:36):

- Her ortağa sermayedeki payı oranında yeni hisse senetleri sunulmaktadır.
- Ortaklara sermayedeki paylarından farklı oranda hisse senedi alım çağrısı yapılmaktadır.
- Halka arz edilmektedir. Bu çağrı esnasında sabit bir halka arz fiyatı belirlenmektedir.
- İhraç edilecek yeni hisse senetleri belli bir kişiye ya da şirkete satılmaktadır.

Bu metotlardan hangisinin seçileceği hisse senedi ihracının niteliğine göre değişecektir. Genel olarak ortaklara satışın gerçekleştirildiği birinci yöntem uygulanmaktadır (Horne, 1983:330-331).

Bedelli sermaye artırımları, yeni hisse senetlerini satın alamayacak ortaklar için adil olmadığı düşünülerek eleştirilmektedir. Çünkü yeni pay alma haklarını (rüçhan haklarını) kullanabilen diğer ortaklar veya yükleniciler düşük fiyata hisse senedi sahibi olmakta ve ortaklık paylarını koruyabilmektedir. Ancak yeni hisse senedi alamayacak olan yatırımcıların, rüçhan haklarını satarak, bu finansal zarardan kaçınma imkanları bulunmaktadır.

Bedelli Sermaye artırımını şirkete ek bir finansman kaynağı sağlamaktadır. Bu kaynak genellikle mevcut ortaklardan temin edilmekle beraber bazı durumlarda da mevcut ortakların rüçhan hakları kısıtlanarak, yeni ortaklara bu imkan primli olarak kullanılmaktadır. Böylece yeni ortaklar edinebilen şirketleri, bu yola iten başlıca neden daha fazla fon temin etme ihtiyacıdır. Bu yolla şirketler normalde 1 TL nominal değere sahip yeni senetleri mevcut ortaklarına yine 1 TL'den kullandırarak, bir senet karşılığında böylece 1 TL fon temin edecekken, yeni ortaklara daha yukarı bir fiyattan senetleri satarak daha fazla fon temin etme olanağını elde etmektedirler.

Şirketler Bedelli Sermaye artırımında genelde 1 TL'lik nominal değere sahip yeni senetleri yine 1 TL karşılığında mevcut ortaklarına kullandırmakla beraber, bazı zamanlar daha fazla fon ihtiyacı içinde olan şirketler daha yüksek bir fiyattan Rüçhan Hakkını mevcut ortaklarına kullandırma yoluna gitmektedir. Bedelli Sermaye artırımını esnasında şirketler gerek mevcut ortaklarına, gerekse yeni ortaklarına primli fiyattan kullandırdıkları senetlerin primli kısmı Bilanço ve Özsermaye Değişim Tablosu'nda Emisyon Primi kalemine kaydedilmektedir.

Örnek:

ABC A.Ş. yapmış olduğu bedelli sermaye artırımında mevcut veya yeni ortaklarına 1TL nominal değere sahip beher hisse senedini 2 TL fiyattan kullandırmıştır. Bu durumda şirketin yapacağı muhasebe işlemi şu şekilde yapılacaktır; ihraç edilen her yeni senet için Ödenmiş Sermaye'ye 1 TL, aradaki 1 TL'lik fark ise emisyon primi kalemine kaydedilecektir. Bu işlemin muhasebe prensipleri ile gösterimi şu şekilde olacaktır;

Kasa	2 TL
Ödenmiş Sermaye	1 TL
Emisyon Primi	1 TL

4.1.2. İç Kaynaklardan Yapılan (Bedelsiz) Sermaye Artırımı

Bedelsiz Sermaye artırımı, şirketlerin kendi iç kaynaklarını kullanarak yapmış oldukları ve ortaklarından ilave kaynak talep etmeden bedelsiz olarak hisse senedi dağıttıkları sermaye artırım türüdür.

Bedelsiz sermaye artırımında kullanılan kaynaklar (Yavuz, 2013:129):

- emisyon primi,
- yeniden değerlendirme değer artışı,
- yedekler,
- iştirak ve duran varlık satış karları,
- temettü

Bedelsiz Sermaye artırımını şirkete ek bir finansman kaynağı sağlamamakla beraber şirketlerin bedelsiz sermaye artırımına gitme nedenleri bulunmaktadır. Başlıca nedenleri emisyon primi ile iştirak ve duran varlık satış karı kalemlerinden yapılan sermaye artırımlarının şirkete sağladığı vergi avantajıdır. Bir başka neden ise şirketlerin enflasyon karşısında erimiş olan sermayeyi güncellemek amacıyla yapılmak istenmesidir.

Bedelsiz Sermaye artırımında kullanılan Temettü dışındaki kaynaklar birer Öz sermaye kalemi olup, esasında yapılan işlem Öz sermaye kalemleri arasında tutarların yer değiştirmesinden ibarettir. Bedelsiz Sermaye artırımını şirketlerin Piyasa Değerlerini etkilememektedir. Fakat bedelsiz sermaye artırımını hisse bölünmesi ile karıştırmamak gerekmektedir. İki durumda da yatırımcıların hisse başına elde edeceği net getiride bir değişiklik olmasa da bedelsiz sermaye artırımında şirketin sermayesi artarken, hisse bölünmesinde sermayede bir artış olmamakta, sadece sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin sayısında bir artış olmaktadır. Diğer bir deyişle bedelsiz sermaye artırımında dağıtılmamış kazançlar, sermayeye ilave edilmekte ve ortakların ileriki zamanlarda alabileceği nakit temettü miktarı azalmaktadır. Hisse bölünmesi ise çoğunlukla satış fiyatı çok artmış hisse senetlerinin, miktarının artırılarak fiyatının düşürülmesi ve bu yolla satın alınabilirliğinin kolaylaştırılmasında kullanılmaktadır. Bedelsiz sermaye artırımlarında hisse senetlerinin nominal değeri değişmezken, hisse bölünmesinde hisse senetlerinin nominal değeri düşmektedir.

Örnek:

Örnek bir Bedelsiz Sermaye Artırımı işlemi aşağıdaki gibi olmaktadır; Şirketin %100 Bedelsiz Sermaye artırımına gittiğini düşünelim,

XYZ A.Ş.'nin Cari Piyasa Verileri	
Ödenmiş Sermaye	100 milyon TL
Hisse Senedi Sayısı	100 milyon adet
Hisse Senedi Fiyatı	10 TL
Piyasa Değeri	1 milyar TL

100 milyon TL 'lik ödenmiş sermayeye sahip şirketin, 1 hisse senedi sermayedeki 1 TL'lik dilimi temsil etmektedir. Şirketin 100 milyon adet hisse senedi sayısını x hisse başına düşen 1 TL'lik nominal değerle çarptığımızda = Toplam ödenmiş sermaye 100 milyon TL olarak bulunmaktadır.

İMKB'de işlem gören 1 hisse senedinin piyasa fiyatı 10 TL ise, piyasa değeri (hisse senedi sayısı*hisse senedi fiyatı) 1 milyar TL olarak bulunmaktadır. Şirket %100 Bedelsiz Sermaye artırımına gitmektedir, bu durumu da 100 milyon TL 'lik eski ödenmiş sermayesine 100 milyon TL 'lik yeni sermaye eklenmektedir, böylece şirketin yeni sermayesi 200 milyon TL olmaktadır. Hisse Senedi sayısı da ödenmiş sermayeye paralel bir şekilde artacaktır ve 200 milyon adet olacaktır.

Sermaye artırımları esnasında hisse senetlerinin yeni fiyatlarını hesaplayan formülü kullanarak, şirketin hisse senetlerinin eski 10 TL'ye göre yeni fiyatlarını ve buna bağlı olarak da piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanabilmektedir (Eren, 2001:35)

$$\text{Hisse Senedi Fiyat}_{\text{Yeni}} = \frac{\text{H.S. Fiyat}_{\text{Eski}} + R * n_1 - \text{TEM}}{1 + n_1 + n_2}$$

- R: Rüşhan Hakkı Kullanım Fiyatı,
n1: Bedelli Sermaye Artırım Oranı,
n2: Bedelsiz Sermaye Artırım Oranı,
TEM: Hisse Başına Nakit Temettü Tutarı,

Şirketin temettü dağıtmadığı ve bedelli sermaye artırımını yapmadığını durumda, hisse senetlerin yeni fiyatı aşağıdaki şekilde olacaktır:

$$\text{Hisse Senedi Fiyat}_{\text{Yeni}} = \frac{10 \text{ TL} + 0 - 0}{1 + 0 + 1} = 5 \text{ TL}$$

Şirketin hisse senetlerinin yeni fiyatı 5 TL olacak ve sermaye artırımını sonrası ilk seansta bu fiyattan işlem görmeye başlayacaktır. Bu yeni fiyat üzerinden şirketin piyasa değerini hesaplanacak olursa (5 TL*200 milyon adet senet) yine 1 milyar TL'lik değer bulunmaktadır.

XYZ A.Ş.'nin Yeni Piyasa Verileri	
Ödenmiş Sermaye	200 milyon TL
Hisse Senedi Sayısı	200 milyon adet
Hisse Senedi Fiyatı	5 TL
Piyasa Değeri	1 milyar TL

4.1.3. İç ve Dış Kaynakların Birlikte Kullanıldığı (Bedelli ve Bedelsiz) Sermaye Artırımı

Bedelli sermaye artırımında ortaklardan fon talep edilirken, bedelsiz sermaye artırımında fon talep edilmeyip iç kaynaklardan karşılanmaktaydı. Eğer şirket kar elde ettiği ve temettü dağıtma kararı almış olduğu bir dönemde, sermaye artırım kararı da alır ise, sermaye artırımını ile elde edeceği fonların bir kısmını veya tamamını yapılacak temettü ödemelerinden karşılaması durumudur. Bu durum temettü'den yapılan bedelsiz sermaye artırımına benzemektedir ve İMKB'ye kote şirketlerin çokça kullandıkları bir yöntemdir (Eren, 2001:34).

Bedelli Sermaye artırımını şirketlerin piyasa değerlerini etkilemektedir. Bu aşağıdaki örnek ile daha iyi açıklanabilmektedir.

Örnek:

Bedelsiz Sermaye artırımına örnek olarak kullanılan XYZ A.Ş.'nin aynı cari piyasa verilerinde bu sefer %50 Bedelli Sermaye yaptığını düşünelim. Şirket rüçhan haklarını 2 TL'den kullandırıyor olsun.

XYZ A.Ş.'nin Cari Piyasa Verileri	
Ödenmiş Sermaye	200 milyon TL
Hisse Senedi Sayısı	100 milyon adet
Hisse Senedi Fiyatı	10 TL
Piyasa Değeri	1 milyar TL

Şirket %50 Bedelli Sermaye artırımına gitmektedir, bu durumu da 200 milyon TL 'lik eski ödenmiş sermayesine (bire yarım oranında, çünkü %50) 100 milyon TL 'lik yeni sermaye eklenmektedir, böylece şirketin yeni sermayesi 300 milyon TL olmaktadır. Fakat Şirketin kasasına 100 milyon (50 milyon yeni hisse senedi*2.0 TL hisse başına rüçhan hakkı bedeli) girmektedir. Hisse Senedi sayısı da ödenmiş sermayeye paralel bir şekilde artacaktır ve 150 milyon adet olacaktır.

Kasa	100 milyon TL
Ödenmiş Sermaye	50 milyon TL
Emisyon Primi	50 milyon TL

Sermaye artırımları esnasında hisse senetlerinin yeni fiyatlarını hesaplayan formülü kullanarak, şirketin hisse senetlerinin eski 10 TL'ye göre yeni fiyatlarını ve buna bağlı olarak da piyasa değerleri bulabilmektedir. Şirketin temettü dağıtmayıp, bedelli sermaye artırımını yaptığı durumda, hisse senetlerin yeni fiyatı aşağıdaki şekilde olacaktır;

$$\text{HisseSenedi Fiyat}_{\text{Yeni}} = \frac{10\text{TL} + 2\text{ TL} * \%50 - 0}{1 + \%50 + 0} = 7,33\text{TL}$$

Şirketin hisse senetlerinin yeni fiyatı 7,33 TL olarak hesaplanmakla beraber bu fiyat, en yakın fiyat aralığına yuvarlanır ise 7,35 TL değerini bulunur ve hisse senedi sermaye artırımını sonrası ilk seansta bu fiyattan işlem görmeye başlayacaktır. Bu yeni fiyat üzerinden şirketin Piyasa Değeri hesaplanacak olursa (7,35 TL*150 milyon adet senet) yeni 1.102,5 milyon TL'lik piyasa değeri bulunur. Yapılan Sermaye artırımını işlemi şirketin piyasa değerini 102,5 milyon TL arttırmış bulunmaktadır ve dikkat

edilirse bu tutar (küsürat düzeltmesini de dikkate alınmalı) şirketin kasasına giren tutara eşit olmaktadır.

XYZ A.Ş.'nin Yeni Piyasa Verileri	
Ödenmiş Sermaye	300 milyon TL
Hisse Senedi Sayısı	150 milyon adet
Hisse Senedi Fiyatı	7,35 TL
Piyasa Değeri	1.102,5 milyon TL

4.2. SERMAYE ARTIRIMININ HUKUKİ YÖNÜ

Türkiye'de mevzuat gereği şirketler iki çeşit sermaye sisteminden birini seçebilmektedir.

- Kayıtlı Sermaye Sistemi
- Esas Sermaye Sistemi

Kayıtlı sermaye sistemi, şirketlerin SPK'ya başvurarak bir sermaye tavanı tescil ettirmeleri ve böylece tescil edilen sermaye tavanına kadar şirket yönetim kurullarına genel kurul kararı olmaksızın sermaye artırımını yapma imkanı vermesi olarak ifade edilebilir. Şöyle ki, genel kurullarından arttırabilecekleri sermaye için bir maksimum limit (sermaye tavanı) isteyen yönetim kurulu, bu tavanı aşmamak kaydıyla, en az beş yıl içerisinde de o tavana ulaşmak kaydı ile istediği zamanda, ister bir kerede ister bir kaç sermaye artırımını yoluyla, tavan miktarına kadar sermayelerini yükseltebilmektedir. Böylece daha serbest ve hızlı hareket edebilen şirket ve yönetim kurulu, sermaye gereksinimi duyduğunda en kısa zamanda bu ihtiyacını giderebilme imkanına kavuşmaktadır.

Şirketler kayıtlı sermaye sistemine genel kurularının karar vermesi ve SPK'nın onaylaması durumunda geçebilmektedir; sisteme giriş ve çıkışlar SPK'nın tasarrufuna bırakılmıştır.

Esas sermaye sistemi ise, bir sermaye tavanı olmayan ve her sermaye artırımını için genel kurul kararı gerektiren bürokratik engellerle dolu bir süreç olarak ifade edilebilir. Şirketin ödenmiş sermayesi ancak ve ancak genel kurulun alacağı zaman ve artırım miktarı kararma göre zamanında bir kerede yapılır. Eğer yeni sermayeye ihtiyaç duyulursa, o zaman yapılacak tek şey genel kurulu toplamak ve oradan bu kararın çıkmasını sağlamaktır.

4.2.1. Ticaret Kanunu'na Göre Sermaye Artırımı

Yeni Türk Ticaret Kanunu, sermaye artırımını ile ilgili daha önce uygulamada olmayan birçok düzenleme getirmiştir. Bunlardan bir tanesi kanunun yürürlük tarihinden itibaren yapılacak sermaye artırımlarında, yönetim kurulunun sermaye artırımını ile ilgili bir beyan hazırlayıp imzalama yükümlülüğüdür. Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 457. maddesine göre yönetim kurulu beyanında; "Sermaye artırımında nakdi sermaye koyuluyorsa; artırılan kısmın tamamen taahhüt edildiği, kanun veya esas sözleşme gereğince ödenmesi gereken tutarın ödendiği, aynı sermaye koyuluyor ve bir ayın devralınıyorsa bunlara verilecek karşılığın uygun olduğu, bir borcun takası söz konusu ise; bu borcun varlığı, geçerliliği ve takas edilebilirliği, sermayeye dönüştürülen fonun veya yedek akçenin serbestçe tasarruf olunabilirliği, rüçhan hakları sınırlandırılmış veya kaldırılmışsa bunun sebepleri, miktarı ve oranı, kullanılmayan rüçhan haklarının kimlere, niçin, ne fiyatla verildiği hakkında açıklamalar yer almalıdır.

Sermaye artırımı, iç kaynaklardan sermaye artırımı şeklinde gerçekleşmekte ise, yönetim kurulu beyanında ayrıca iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımının hangi kaynaklardan karşılandığı, bu kaynakların gerçekliği ve şirket malvarlığı içinde var oldukları konusunda garanti vermelidir. Şartlı sermaye artırımının söz konusu olduğu durumlarda ise, şartlı sermaye artırımının ve uygulamasının kanuna uygunluğu belirtilir” denilmektedir. Bu değişikliklerden önemli olanlar aşağıda özetlenmiştir.

- *“İç kaynaklardan yapılan artırım hariç, payların nakdî bedelleri tamamen ödenmediği sürece sermaye artırılamaz” hükmü getirilmiştir (Yeni TTK md.456). Bu maddenin ikinci bendinde,*
- *“Sermaye artırım kararını esas sermaye sisteminde genel kurul; kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulu karar verir” (Yeni TTK md.456/2.b).*
- *“Genel kurul veya yönetim kurulu kararı tarihinden itibaren üç ay içinde tescil edilemediği takdirde, genel kurul veya yönetim kurulu kararı ve alınmışsa izin geçersiz hâle gelir” (Yeni TTK md.456/3.b)*

Yeni TTK rüçhan hakkını da düzenlemiştir (461. Md.)

- *Her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre, alma hakkına haizdir.*
- *Genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile pay sahibinin rüçhan hakkı, ancak haklı sebepler (halka arz, iştiraklerin devralınması gibi) bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir. Rüçhan hakkının sınırlandırılması*

ve kaldırılmasıyla, hiç kimse haklı görülmeyecek şekilde, yararlandırılmaz veya kayba uğratılamaz. Yönetim kurulu, rüçhan hakkının sınırlandırılmasının veya kaldırılmasının gerekçelerini; yeni payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebeplerini; primin nasıl hesaplandığını bir rapor ile açıklar. Bu rapor da tescil ve ilan edilir.

- *Yönetim kurulu yeni pay alma hakkının kullanılabilmesinin esaslarını bir karar ile belirler ve bu kararda pay sahiplerine en az onbeş gün süre verir.*
- *Rüçhan hakkı devredilebilir.*
- *Şirket, rüçhan hakkı tanıdığı pay sahiplerinin, bu haklarını kullanmalarını, nama yazılı payların devredilmelerinin esas sözleşmeyle sınırlandırılmış olduğunu ileri sürerek engelleyemez.*

Sermayenin arttırılmasına ilişkin hükümlerin yer aldığı “iç kaynaklardan sermaye artırımı” ise aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir (Yeni TTK md.462)

- *Esas sözleşme veya genel kurul kararıyla ayrılmış ve belirli bir amaca özgülenmemiş yedek akçeler ile kamuni yedek akçelerin serbestçe kullanılabilen kısımları ve mevzuatın bilançooya konulmasına ve sermayeye eklenmesine izin verdiği fonlar sermayeye dönüştürülerek sermaye iç kaynaklardan arttırılabilir.*
- *Sermayenin arttırılan kısmını, iç kaynaklardan karşılayan tutarın şirket bünyesinde gerçekten var olduğu, onaylanmış yıllık bilanço ve yönetim kurulunun vereceği açık ve yazılı bir beyanla doğrulanır. Bilanço tarihinin üzerinden altı aydan fazla zaman geçmiş olduğu takdirde, yeni bir bilanço çıkarılması ve bunun yönetim kurulu tarafından onaylanmış olması şarttır.*

- *Bilançoda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların bulunması halinde, bu fonlar sermayeye dönüştürülmeden, sermaye taahhüt edilmesi yoluyla sermaye artırılamaz. Hem bu fonların sermayeye dönüştürülmesi hem de aynı zamanda ve aynı oranda sermayenin taahhüt edilmesi yoluyla sermaye artırılabilir. Tescil ile o anda mevcut pay sahipleri mevcut paylarının sermayeye oranına göre bedelsiz payları kendiliğinden iktisap ederler. Bedelsiz paylar üzerindeki hak kaldırılamaz ve sınırlandırılmaz; bu haktan vazgeçilemez,*

şeklinde hükme bağlanmıştır.

Diğer taraftan, şirket bilançosunda yasal mevzuat gereği sermayeye eklenmesi mümkün olan fonlar bulunması halinde, bu fonlar sermayeye eklenmeden nakit sermaye artışı yapılamayacaktır. Örneğin: Sermaye hesabı enflasyon düzeltmesi olumlu farkları, özkaynaklar enflasyon düzeltmesi olumlu farkları, kâr dağıtım yapılmayarak olağanüstü yedek akçe olarak ayrılmış geçmiş yıllar kârları, iştirak ve taşınmaz satışı sonucu elde edilen kazancın %75'lik kısmı, emisyon primleri, sermaye avansı, v.b. tutarlar sermayeye eklenmedikçe anonim şirketlerde nakit sermaye artışı yapılamaz. Yapılan düzenleme ile pay sahiplerinin, iç kaynaklar olduğu halde bedelli sermaye artırımını yoluyla sermaye paylarının azaltılmasının önüne geçilmiştir.

Yeni TTK'nın getirdiği önemli yeniliklerden bir diğeri de, TTK döneminde düzenlenmemiş olan Şarta Bağlı Sermaye Artırımı (ŞBSA) sistemini düzenlemesidir. ŞBSA, tahvil veya benzeri borçlanma araçlarının alacaklılarının şirketin pay sahiplerine

dönüşmelerini amaçlayan ve bu yolla şirkete sermaye sağlayan bir sermaye artırımını şeklidir. ŞBSA'da, sermaye, ortakların yeni sermaye taahhüdü yoluyla değil, değiştirme ve alım hakkı sahiplerinin bu haklarını kullanmalarıyla gerçekleşir. Yeni TTK m. 463/1 uyarınca, ŞBSA'nın gerçekleştirilebilmesi için, esas sözleşmede bu yönde bir hüküm bulunması ve GK'un da yine bu yönde bir karar alması gerekir. Esas sözleşmede yer alması gereken hüküm, yapılacak tüm ŞBSA'ları kapsayacak genişlikte değil, belirli bir ŞBSA'ya ilişkin olmalıdır. ŞBSA'ya dayanak oluşturacak esas sözleşme maddesi, ŞBSA'nın itibari değeri, payların sayısı ve türleri, değiştirme veya alım hakkından yararlanabilecek gruplar gibi ayrıntıları içerir. Değiştirme ve alım haklarını kullanabilecek kişiler, şirket alacaklıları veya çalışanlarıdır.

Yeni TTK'da düzenlenen değiştirme veya alım hakkı, yenilik doğurucu bir haktır. Bunun anlamı, hak sahiplerinin tek taraflı iradeleriyle ve irade beyanının şirkete ulaşması ile değiştirme veya alım haklarını kullanabilmeleridir. Sermaye, yenilik doğurucu hakkın kullanılması ile sermaye borcunun takas veya ödeme yoluyla yerine getirildiği anda kendiliğinden artar.

Yeni TTK, istisnai nitelikte olan bu sermaye artırımını yolu için bir sınır öngörmektedir. Bu madde uyarınca, şartlı olarak artırılan sermayenin toplam itibari değeri sermayenin yarısını aşamaz.

ŞBSA kurumunun işletilmesinde Yeni TTK, mevcut pay sahipleri ve değiştirme veya alım hakkı sahiplerini koruyucu hükümler öngörür. Yeni TTK md. 466 uyarınca, değiştirme veya alım hakkını içeren senetler ihraç edildiğinde, bunlar ilk önce mevcut

pay sahiplerine önerilir. Böylece, şirketin mevcut pay sahiplerinin hak kaybına uğraması engellenir. Öte yandan, Yeni TTK md. 467 uyarınca, nama yazılı payları iktisap etme hakkını elde etmiş olan alacaklılar veya çalışanların, bu payların devrinin sınırlandırılmış olduğu gerekçesiyle, söz konusu hakları kullanmaları engellenemez.

4.2.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Sermaye Artırımı

Sermaye artırımı ile ilgili olarak tek düzenleme TTK olmayıp bunun yanında SPK'nın da düzenlemeleri mevcuttur. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri:IV, No:41 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ'inde Payları Borsa'da işlem gören ortaklıklar tarafından yapılacak nakit sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun ortaklığın mevcut sermayesini aşması ve ortaklığa nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan borçların ödenmesinde kullanılacak olması durumunda, bu durumu önemli nitelikteki işlemler arasında saymaktadır (SPK.md.23). Bu durumda söz konusu sermaye artırımı sebebiyle Kurul'a yapılacak başvuru öncesinde, maddesi gereğince ortaklara ayrılma hakkı verilmesi gerekir (SPK md.24). Ayrılma hakkı verilmesine ilişkin işlemler tamamlanmadan yapılacak sermaye artırım başvuruları Kurulca değerlendirmeye alınmamaktadır.

Sermaye artırımında toplanacak fonun yukarıda belirtilen ilişkili taraflara olan borcun kapanmasında kullanılmayacağı ortaklık tarafından beyan edilmiş olsa dahi, sermaye artırım başvurusu öncesinde kamuya açıklanan son dört finansal tablolarında, ilişkili taraflara nakit dışındaki varlık devirlerinden kaynaklanan toplam borçları ortalamasının, söz konusu borçlar dahil edilmemiş aktif toplamları ortalamasına oranı

yüzde yirmiden fazla olan ortaklıkların da aynı şekilde ortaklara ayrılma hakkı vermesi gerektiğini belirtmektedir.

Payları Borsa'da işlem gören ortaklıklar tarafından yapılacak nakit sermaye artırımlarında, sermaye artırımından elde edilecek fonun hangi amaçlarla kullanılacağına ilişkin olarak bir rapor hazırlanması, bu raporun yönetim kurulunca karara bağlanarak izahnamenin onayı amacıyla Kurul'a yapılacak başvuru sırasında gönderilmesi ve izahnamenin ilan edildiği şekilde kamuya açıklanması zorunluluğu getirilmiştir. Sermaye artırımından elde edilen fonların raporda ve izahnamede belirtilen esaslara uygun bir şekilde kullanılıp kullanılmadığına ilişkin olarak, sermaye artırımının tamamlanmasından itibaren ara dönem dahil olmak üzere iki finansal tablo dönemi boyunca kamuya açıklanan finansal tablolarının ilanını takip eden on iş günü içinde bir rapor hazırlanması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve Kamuyu Aydınlatma Platformunda yayımlanması da bir zorunluluktur.

Sermaye Piyasası Kurul'u payları borsada işlem görmeyen halka açık ortaklıklarla ilgili de düzenleme yapmıştır. Buna göre; dönem karı hariç iç kaynaklarının sermayeye eklemesi durumunda, sermaye artırım kararının kamuya açıklanmasından önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması dikkate alınarak yapılacak hesaplama sonucunda payların düzeltilmiş borsa fiyatının iki TL'nin altına düşecek olması durumunda, sermaye artırımını başvuruları Kurulca işleme alınmamaktadır (SPK Seri:VII-128.1 md.16/8b)

Halka açık ortaklıkların yasal kayıtları ile Kurul düzenlemeleri uyarınca hazırlanan ve kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolarında yer alan “geçmiş yıllar zararları”ndan düşük olanı iç kaynaklardan mahsup edilmek suretiyle kapatılmadan veya kapatılacağı Kurul’a taahhüt edilmeden iç kaynaklardan sermaye artırımını yapılamayacağı hükme bağlanmıştır. Ancak, sermayeye eklenmek amacıyla öz kaynaklar içerisinde bekletilen gayrimenkul satış kazancı ile iştirak satış kazancı için bu hükümler uygulanmamaktadır (SPK Seri:VII-128.1 md.16/3b).

Mevcut hissedarların tamamının ya da bir kısmının rüçhan hakkının kısıtlandırılarak hissedarlardan birine ya da dışardan üçüncü bir kişiye rüçhan hakkının kullandırılması olarak tanımlanabilen “tahsisli sermaye artırımını” konusunda da düzenleme yapılmıştır. Özellikle hisse fiyatları nominal değerlerinin (1 TL) altına düştüğü durumlarda, yasal mevzuat sebebiyle, sermayeyi temsil eden payların nominal değerinin altında satılması mümkün bulunmamaktadır. Bu yüzden şirketlerin halka arz suretiyle nakit sermaye artırımını yapmaları imkânı ekonomik olarak ortadan kalkmıştır. Payları nominal değerinin altında işlem gören şirketlerin nakit sermaye artırımlarına imkân sağlamak amacıyla, halka açık anonim ortaklıklar için fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımı ele alınmıştır. Fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımları, şirketlerin varlıklarında ve yatırımcıların mal varlığında herhangi bir değişime sebep olmayacak ancak, kaydi olarak bir payın BIST'deki işlem fiyatının düzeltilerek nominal değerinin üzerine çıkmasını sağlayabilecektir. Bu işlemin bedelsiz sermaye artırımlarının tersine işleyen bir süreç olarak tanımlanması mümkündür. Bu işlemde nihai amaç, nakit sermaye artırımına uygun ekonomik ve hukuki koşulların oluşturulmasıdır (SPK Seri:VII-128.1 md.19).

Eğer hissenin fiyatı nominal değerinin altında ise doğaldır ki nominal fiyattan rüçhan hakkının kullanılmasına ortakların sıcak bakma olasılığı düşüktür. Bu durum nakit sermaye ihtiyacı olan şirketleri zorunlu olarak tahsisli sermaye artırımına yönlendirmektedir.

4.3. ANOMALİLER VE SERMAYE ARTIRIMLARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNE ETKİSİ

Sermaye artırımlarının hisse fiyatlarına etkisi üzerine bilgiler vermeden önce anomali kavramından ve çeşitlerinden bahsedilerek daha sonra etkileri üzerinde durmakta fayda görülmektedir.

4.3.1. Anomaliler

Finansal piyasalarda görülen anomaliler menkul kıymet fiyatlarının gerçek değerlerini yansıtmalarına engel olmaktadır. Piyasada anomalilerin varlığı hem piyasa etkisizliğini işaret etmekte hem de sermaye varlıklarının fiyatlandırılmasında yetersiz koşulları ortaya koymaktadır. Etkin piyasa hipotezi ile ilgili yapılan çalışmalarda özellikle piyasalarda görülen anomaliler üzerinde oldukça fazla durulmuştur. Piyasalarda görülen normalden uzaklaşma durumu şeklinde de tanımlanabilen anomaliler piyasayı etkin olma durumundan uzaklaştırmaktadır. Bu konuyla ilgili çalışmaların başlangıcı 1970'lerde Fama ile başlamış ve 2000'lerde devam etmiştir (Schwert, 2001:1)

Anomaliler çeşitli şekillerde oluşabilir. Bunlar: düşük fiyatlı hisse senedi anomalisi, fiyat/kazanç oranı anomalisi, Hafta sonu anomalisi, Ocak ayı anomalisi, mutlak zıtlık anomalisi şeklinde sıralanabilmektedir.

4.3.1.1. Düşük Fiyatlı Hisse Senedi Anomalisi

Düşük fiyatlı hisse senedi anomalisi, borsada işlem görmekte olan hisse senetlerinin düşük fiyatlı olanlarının, diğer hisse senetlerinden daha fazla getiriye sahip olacağını açıklamaya çalışmaktadır.

Sermaye piyasalarında uzun zamandır yapılan araştırmalar, piyasa etkinliği açısından bir anormallik olarak değerlendirilen "şirket büyüklük" ya da "küçük şirket" etkisini ortaya koymaktadır. Şirketlerin sahip oldukları sermayenin farklı olmasından dolayı sahip oldukları menkul kıymetlerin farklı fiyatlardan değerlendirilmesi piyasada getirilerin farklılığından dolayı bir anormallik yaratmaktadır. Bu etkinin test edildiği hemen hemen bütün hisse senedi piyasalarında piyasa değeri küçük şirketlerin, piyasa değeri büyük olan şirketlere oranla yatırımcılara daha yüksek bir getiri sağladığını ortaya koymuştur. (Özer, 2000:2)

Karan ve Ekşi (2001) tarafından İMKB'de düşük fiyatlı hisse senedi anomalisi üzerine bir çalışma yapılmıştır. 1995-1999 yıllarını kapsayan bu çalışmada, hisse senetleri en düşük fiyatlı olanlardan en yüksek fiyatlı olanlara kadar sıralandırılarak 10 ayrı portföy elde edilmiştir. Böylece, düşük fiyatlı hisse senetlerinin ve yüksek fiyatlı hisse senetlerinin getirileri karşılaştırılmıştır. Genel olarak düşük fiyatlı portföylerin artık getirileri düşük, yüksek fiyatlı portföylerinki ise yüksek çıkmıştır. Dolayısıyla;

İMKB'de düşük fiyatlı hisse senedi etkisinin olmadığı, aksine yüksek fiyatlı hisse senedi etkisi olduğu anlaşılmıştır. Bu da Türkiye'de yatırımcıların yüksek fiyatlı hisse senetlerine yatırım yaparak aşırı getiri elde edebilecekleri sonucunu ortaya çıkarmıştır.

4.3.1.2. Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Anomalisi

F/K oranının hisse senedinin risk ve büyüme potansiyelini yansıttığı varsayımına dayanan bu anomali, düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinin yüksek F/K oranına sahip hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlayacağını belirtmektedir.

Etkin bir piyasada, düşük ve yüksek F/K oranlı hisse senetleri arasında riske göre getiride fark olması beklenmez. Fakat, bazı yatırımcılar, yüksek F/K oranlı hisse senetlerinin daha karlı olacağını, çünkü bu hisselerin yüksek büyüme oranına sahip olacağını düşünmektedirler. Aksine, yapılan birçok araştırma, gerçekleşen getiri oranı ile F/K oranları arasında ters ilişki olduğunu belirtmektedir. Bu araştırmalar, yatırımcıların düşük F/K oranlı hisse senetlerine yatırım yaparak aşırı getiri elde ettiklerini, yüksek F/K oranlı hisse senetlerinin ise, katlanılacak riske göre daha düşük getiri elde ettiklerini göstermektedir.

Karan (1996), İMKB'de F/K anomalisini, 1989-1995 yıllarını kapsayan bir dönemde incelemiştir. Karan, hisse senetlerini en düşük F/K oranına sahip olanlardan başlayarak en yüksek F/K oranına sahip şirketlere kadar sıralandırarak portföyler oluşturmuş daha sonra bu portföylerin getiri ve risklerini hesaplamıştır.

Sonuçta, İMKB'de istatistiksel olarak anlamlı düzeyde bir F/K oranı etkisi olduğu saptanmıştır. Buna göre, İMKB'de en düşük F/K oranına sahip hisse senetlerine yatırım yapıldığı takdirde uzun vadede en yüksek getiriyi elde etmenin mümkün olduğu sonucu doğmuştur.

4.3.1.3. Hafta Sonu Anomalisi

Takvimsel anomali olarak ifade edilen "hafta sonu etkisi" French tarafından 1980 yılında yapılan bir çalışmada gözlemlenmiştir. French, Standart&Poor's un 1953-1977 arasındaki getirilerini göz önünde bulundurduğunda hafta sonu getirilerinin negatif olduğu gözlemlenmiştir (Schwert, 2001:6).

Hafta sonu etkisinin açıklanmasını sağlayan bir diğer açıklama, hafta sonunda fiyatların Cuma günü çok yüksek düzeyden kapanması veya Pazartesi günü çok düşük düzeyden açılmasıdır. Cuma günü işlem yapmak arada hafta sonunun da bulunması ve fazladan iki gün daha ek maliyetsiz kredi günü sağladığından Cuma günü işlem yapılması tercih edilmektedir. Bu nedenle Cuma günü fiyatlar artmaktadır. Hafta sonu fiyatların düşmesi ise Cuma günü sağlanan artışın ortada kaldırılması için yorumlanan zıt bir hareket olarak ifade edilebilmektedir. Cuma günü en çok pozitif sermaye getirisiyle en yüksek getirinin elde edildiği gün olmaktadır.

Hafta sonu etkisi bir başka hipoteze göre "bilgi" ile ilişkilendirilmiştir. Hafta içi günlerde bilginin yatırımcıya aktarılması konusunda pozitif bir eğilim varken, hafta sonunda bu konuda negatif bir yönelim oluşmaktadır. Piyasada iyi olan bir haber hemen yatırımcıya ulaştırılmakta ve bunun sonucunda fiyatlar artmaktadır. Ancak kötü

haber Cuma günü piyasa kapandıktan sonra açıklanmaktadır. Bu durumda hafta sonunda bu bilgiye dayalı olarak fiyatlar piyasanın açılış gününde yeniden düşük bir seviyeden açılmaktadır.

Karan ve Uygur (1996), Cuma getirilerinin en büyük ve en küçük portföylerde haftanın diğer günlerine daha yakın sonuçlar verdiğini, Cuma getirilerinin ancak orta büyüklükteki portföylerde birbirinden farklılaştığını belirtmişlerdir.

Özmen (1997), Ocak 1988- Haziran 1996 tarihleri arasında 2108 günden oluşan bir örneklem üzerinde çalışarak günlere ilişkin anomalileri test etmiştir. Söz konusu dönemde İMKB'nin kurumsal ve yapısal özelliklerinde fiyatlama sürecini etkileyebilecek önemli değişiklikler yaşandığı için Özmen örneklemini altı alt döneme ayırarak incelemiştir. Bu dönemlere ayırtırmada; günlük seans uygulamasının tek yada çift olması, takas süresinin 1 yada 2 gün olması, İMKB bileşik endeksinin hesaplanmasının farklılığı kriter alınmıştır. Tek seansın uygulandığı dönemde pazartesilerin pozitif getiri sağladığı, fakat çift seansa geçilen dönemde pazartesilerin getirilerinin negatife döndüğü görülmüştür. Takas süresinin 2 gün olarak uygulandığı dönemde, Pazartesi hariç haftanın tüm günlerinin istatistiksel olarak anlamlı pozitif getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Yıllar bazında günlük getiriler incelendiğinde sürekli pozitif getiri sağlayan günün Cuma, sürekli negatif getiri sağlayan günün ise Salı olduğu tespit edilmiştir. Özmen ayrıca, dünya borsalarında Pazartesi ile cuma günleri arasında yüksek bir korelasyon olduğu sonucundan hareketle Pazartesi ile Cuma günü arasındaki ilişkiyi de

incelemiştir. Borsaların Cuma günündeki seyrinin diğer haftaya da yansıdığı, yani Cuma günü düşüşte olan bir borsanın takip eden Pazartesi günü de düşüş trendinde olduğu, Cuma günü yükselişte olan borsanın takip eden Pazartesi de yükselişte olduğu belirtilmiştir. Cuma ile Pazartesi getirileri arasındaki yüksek korelasyon bu durumun Türkiye için de geçerli olduğunu göstermiştir.

Muradoğlu ve Oktay (1993) ise 1988-1992 tarihleri arasındaki 5 yıllık günlük getirileri veri olarak kullandıkları bir çalışmada haftanın günü ve hafta sonu anomalilerini incelemiştir. Muradoğlu ve Oktay, haftanın günü anomalisinin esas olarak 1990-1992 arasında görüldüğünü ve yabancı piyasalarda olduğu gibi İMKB'de de Cuma günlerinin getirilerinin diğer günlerinkinden daha yüksek olduğunu belirtmiştir. Araştırmacılar, takas süresi 2 günden 1 güne indikten sonra cumadan salıya kadar uzunca bir hafta sonu etkisinin ortaya çıktığını tespit etmişlerdir.

4.3.1.4. Ocak Ayı Anomalisi

Hisse senetlerinin Ocak ayında yılın diğer aylarından daha yüksek bir getiri sağladığını açıklayan bir anomalidir. Yapılan gözlemler sonucu yatırımcıların Aralık ayının son birkaç günü ile Ocak ayının ilk bir iki haftasında yılın diğer ay ve günlerine oranla daha yüksek getir elde ettikleri saptanmıştır. "Yılsonu etkisi" olarak da adlandırılan Ocak ayı etkisi Roll tarafından 1983 yılında yapılmıştır. Bu çalışmada küçük sermaye stoklarının yüksek oynaklığa sahip olduğu ve bunun da kısa dönemli sermaye kayıplarına neden olabileceğini açıklamıştır (Schwert, 2001:4).

Küçük sermayeye sahip yatırımcıların yılsonundan önce gelir vergisi ödemesinde bulunmaları ancak ellerinde bulundurdukları ve yüksek oynaklığa sahip menkul kıymetleri satmalarıyla gerçekleşmektedir. Gelir vergisi ödemelerini izleyen dönemde yani Ocak ayının ilk haftasında küçük sermaye sahipleri yatırımlarını tekrar kurmak amacıyla geri satın alım yapmaktadır. Yıl sonunda veya Ocak ayında yatırımcıların yatırım pozisyonundaki iyileşmenin nedeni olarak tekrar portföy oluşturmalarıdır şeklinde tanımlama yapılabilmektedir. Bu nedenle hisse senedi fiyatlarının Kasımın sonundan itibaren düşmeye başladığı ve bu seyrin Aralık ayının sonuna kadar devam ettiği ve Ocakta hisse senedi fiyatlarının yeni alımlarla tekrar yükseldiği görülmüştür (Uslu, 2002:53).

Gülnur ve Oktay (1993), 1988-1992 yılları arasındaki İMKB getirilerin veri olarak kullanıldığı çalışmalarında ocak ayında anlamlı pozitif getiriler olduğu saptanmıştır.

Özmen(1997), Ocak 1988- Mayıs 1996 arasındaki 101 aydan süreyi kapsayan çalışmasında, uluslararası bulguların tersine İMKB'de aylara ilişkin herhangi bir anomalinin gözlenmediğini ortaya koymuştur. Özmen, tek bir ayın getirisinin diğer tüm ayların ortak getirisiyle karşılaştırıldığında ocak ayının diğer tüm aylara göre daha yüksek getiri sağladığını, ekim ayının ise diğer tüm ayların getirilerinden daha düşük getiri sağladığını belirtmiştir. Ocak ayının getirilerinin diğer ayların getirileriyle karşılaştırıldığında, ocak ayının; mart, nisan, temmuz ekim ve kasım aylarından daha yüksek getiri sağladığı belirtilmiştir.

4.3.1.5. Mutlak Zıtlık Anomalisi

Fama ve French 1996'da zıtlık stratejisini iki farklı biçimde test etmişlerdir. Panik satışların örneklerini inceleyen çalışmalarında, iki haftalık dönem üzerinden çok kaybettirmiş hisse senetlerinin, piyasanın yoğun ilgisi nedeniyle olumlu yöne yüksek bir performans olduğunu ifade etmektedir.

Howe, iyi ve kötü haberli şirketler portföyünün elli haftalık piyasaya ayarlanmış getirilerinin davranışını incelediği çalışmasında, önceden aşırı kazandırmış hisse senetlerinin olayı takip eden elli haftalık süre içerisinde piyasanın yaklaşık yüzde 30 altında getiri elde etmesine yol açacak biçimde kötü performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu kötü performansın tamamı olayı takip eden dönemde ortaya çıkmamakta, aşağı yukarı bir yıllık bir zaman süresi dilimine yayılmaktadır. Buna karşın alınan kötü haber neticesinde fiyatları aşırı düşmüş hisse senetleri portföyü için sonuçlar, zıtlık etkisinin ilk haftalarda yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. İlk haftalarda toplanmış olan bu zıtlık etkisi, bu getiri sekmesinin en büyük kısmının olayı takip eden ilk beş haftada ortaya çıkmakta olduğunu göstermektedir. Ancak daha sonraki haftalarda azalmaya başlamakta ve olayı takip eden kırkıncı hafta ve sonrasında ise negatif olmaya başlamaktadır (Özer, 2000:15).

Piyasada öncelikli olarak yüksek getiri elde eden menkul kıymetler ile düşük getiri elde eden menkul kıymetler sırasıyla tam tersi getiri elde etmektedirler. Geçmişte kaybedenlerin, geçmişte kazananlara göre daha yüksek ortalama getiri sağladıkları ortaya konduğu için bu etkiye "zıtlık " etkisi denilmektedir.

4.3.2. Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi

Sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatlarına etkisini açıklayan hipotezleri üç grupta toplamak mümkündür (Özmen, 1997:150).

4.3.2.1. Nötr Fiyat Etkisi

Sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerinde hiçbir etkisinin bulunmadığını iddia eden EPH (Etkin Piyasa Hipotezi) kuramcıları bu görüşü savunmaktadır. Bu görüşe göre, etkin bir piyasada hisse senedine olan talep eğrisi yatay seyrederek ve hisse senedinin her zaman için benzer risk ve getiri özelliklerine sahip bir alternatifi vardır.

4.3.2.2. Pozitif Fiyat Etkisi

Sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde artıracaklarını iddia eden araştırmalar da mevcuttur. Tsangarakis (1996) Yunanistan'da, Bohren vd. (1997) Norveç'te, Loderer ve Zimmerman (1988) İsviçre'de, Fung vd. (2008) Çin'de sermaye artırımını takip eden pozitif kazançlar tespit etmişlerdir. Japonya, Malezya, Kore ve Almanya diğer pozitif fiyat etkisinin görüldüğü ülkelerdir (Adaoğlu, 2006:249-268).

Pozitif fiyat etkisinin olacağını savunanlara göre, sermaye artırımını yapıldığında şirketin borç/öz kaynak oranının düşeceğini ve böylece şirketin finansal sıkıntıya girme olasılığının azalacağını, bunun da hisse senetlerinin fiyatlarını olumlu etkileyeceğini iddia ederler. Bu hipotezler şirket yöneticilerinin asıl amacının şirket değerini yükseltmek olduğunu ve bunun da eski ortakların servetlerini artırmaktan başka bir şey olmayacağı

varsayımına dayanır. Bu varsayıma göre yatırımcılar, yöneticilerin sadece bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapmayı kabul edeceğini beklemektedir. Dolayısıyla, yöneticiler sermaye artırımını kararı vermişlerse bu mutlaka iyi bir haberdır. Çünkü yöneticiler, ortakların aleyhlerinde olan hiçbir karar vermezler. Bu iyi haberden dolayı hisse senetlerinin fiyatlarının artması beklenir.

Fakat pozitif fiyat etkisinin her zaman geçerli olamayacağını çünkü pek çok deneysel çalışmanın, şirket yöneticilerinin her zaman ortaklar lehine finansal kararlar almadıklarını negatif marjinal değerli veya sermayenin marjinal getirisinin negatif olduğu projelere girmeyi de kabul ettiklerini belirtmiştir (Özmen, 1997:150).

4.3.2.3. Negatif Fiyat Etkisi

Sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki negatif etkisini olduğunu açıklayan üç hipotez vardır.

- Bilgiye Dayalı Hipotezler
- Fiyat Baskısı Hipotezi
- Finansal Kaldıraç Hipotezi

4.3.2.3.1. Bilgiye Dayalı Hipotezler

Bilgiye dayalı hipotezler, sermaye artırımlarının şirketin değeri, yatırım olanakları, gelecekte beklenen nakit akımları, şirket yönetiminin beklentileri gibi konularda piyasaya dolaylı bir sinyal verdiği varsayımı üzerine oluşturulmuştur (Özmen, 1997:151). Bilgiye dayalı hipotezler de üç başlık altında sayılabilir:

Aktiflerin gerçek değerine ilişkin sinyal hipotezi, yatırımcılar ile şirket yöneticileri ve içeriden bilgilenenler arasında, şirket varlıklarının öz değeri konusunda asimetrik bilgi dağılımı olduğu varsayımına dayanır (Özmen, 1997:151). Şirket yöneticilerinin asimetrik bilgi durumundan doğan bireysel üstünlüklerini kullanarak eski ortaklar lehine hareket ettiği de varsayılmaktadır. Şirketin piyasa aktiflerinin içsel değerini aştığı durumda hisse senetleri aşırı değerlendirilmiş olacaktır. Bu durumda şirket borç senedi değil, hisse senedi ihraç ederek, bedelsiz sermaye artırımını yaptıklarında eski ortakların aşırı değerlendirilmiş hisselerinden alma hakkı doğacaktır ve bu durumda eski ortaklar kar edecektir. Şirket yönetiminin asimetrik bilgilerini eski ortaklar lehine kullandıklarını fark eden rasyonel yatırımcılar sermaye artırımını olumsuz bir sinyal olarak değerlendirecek ve mevcut hisselerine verdikleri değeri düşüreceklerdir. Böyle bir durumu yatırımcılar fark ettiklerinde sermaye artırımları hisse senedi fiyatlarını düşürür.

Nakit akımlarına ilişkin hipotezi, iki varsayıma dayanmaktadır. Birincisi, yatırımcılar ile şirket yöneticileri ve içeriden bilgi sağlayanlar arasında şirket içi nakit akımların büyüklüğü konusunda bilgi asimetrisi olduğudur. İkincisi ise yatırımcılar ile şirket yöneticileri ve içeriden bilgi sağlayanlar arasında şirket varlıklarının değeri ve planlanmış yatırımlar konusunda simetrik bilgi dağılımı olduğudur. Bu hipoteze göre, şirket beklenmeyen bir anda sermaye artırımını yaparsa, bu durum, şirketin iç kaynaklarının oto finansman yapmaya yetmediğine ilişkin bir sinyal olarak algılanır. Bu durumda hem hisse senedi hem de tahvil ihracı piyasaya olumsuz bir sinyal verir ve hisse senedi fiyatları mutlaka düşer (Cun, 2010:25).

Temsilcilik Maliyeti Hipotezi, şirket yöneticileri ile yönetim dışındaki ortaklar arasında çıkar çatışmaları yaşanabileceği temeline dayanır. Buna göre bir şirkette yönetimin payını azaltan her sermaye artırımını, piyasa tarafından temsilcilik maliyeti nedeniyle negatif bir sinyal olarak algılanacak ve artırımın büyüklüğü ile orantılı olarak, hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olacaktır. Bu hipoteze göre, yöneticilerin geleceğe ilişkin beklentileri iyi ise daha fazla hisse senedi elde tutmak isteyeceklerdir. Dolayısıyla, yönetimin payını azaltan dışarıya hisse senedi satımı, rasyonel yatırımcılar tarafından olumsuz bir sinyal olarak değerlendirilecektir (Kılıç, 2002:89).

4.3.2.3.2. Fiyat Baskısı Hipotezi

Fiyat baskısı hipotezi, arz-talep kanunundan hareket etmektedir. Arz-talep kanununa göre, bir ürünün arzı yükseldikçe fiyatı düşer. Bu hipoteze göre Etkin Piyasalar Hipotezi kuramcıları, bir hisse senedine olan talep eğrisinin yatay olduğunu; böylece arzdeki bir artışın fiyatı etkilemeyeceğini, ayrıca her hisse senedini ikame edecek bir menkul kıymet bulunabileceğini iddia etmişlerdir. Ancak uygulamacılar, gerçek hayatta hisse senetlerine olan talep eğrisinin asla yatay olmadığını belirtmişlerdir. Hem işlem maliyetlerinin pozitif hem de bilgi dağılımının asimetrik olduğu tam rekabet koşullarından uzak olan bir piyasada, hisse senedinin ikamesinin olamayacağını ve bu nedenlerle hisse senedi talep eğrisinin negatif eğimli olacağını belirtmektedirler. Talep eğrisinin negatif olması durumunda hisse senedi arzındaki artışın fiyatlara baskı yaparak fiyatları düşürmesi ve bu nedenle arz ile fiyatların kesinlikle ilişkili olması sonucu ortaya çıkmaktadır.

4.3.2.3.3. Finansal Kaldıraç Hipotezi

Finansal kaldıraç hipotezine göre, sermaye artırımları şirketin borç/öz kaynak oranını etkilemekte ve piyasa bunu bir sinyal olarak algılamaktadır.

Vergi Avantajı Hipotezi, bir şirketin sermaye artırımını yapması durumunda öz kaynak oranı yükselecek, bu da finansal kaldıraç oranının düşmesine neden olacaktır. Şirketlerin borçlanmalarının en büyük avantajının vergi kalkını olduğu göz önüne alınır sermaye artırımını sonrasında şirketin vergi avantajı azalacaktır. Sermaye artırımını finansal kaldıraç etkilediği için hisse senedi fiyatlarını düşürecektir. Diğer taraftan, sermaye artırımları vergi avantajını azaltmasına karşılık yeni bir borç kapasitesi yaratarak finansal sıkıntıyı azaltarak optimal sermaye yapısı ve kaynak maliyetlerini etkiler. Böylece şirketin gelecekte beklenen nakit karlılığı artar ve bu da hisse fiyatlarını olumlu etkileyebilir.

Bekleyişler Hipotezi, şirketin seçmiş olduğu sermaye yapısının, yönetimin nakit akımları konusundaki geleceğe ilişkin beklentileri hakkında piyasaya bir ipucu verir görüşüne dayanmaktadır (Özmen, 1997:154). Borç/öz kaynak oranının yüksekliği yönetimin finansal hareket kabiliyetini sınırlamakla beraber, yönetim bu oranın yükselmesi sonucunu doğuran bir karar almışsa bu hareket piyasaya tarafından olumlu bir sinyal olarak algılanır. Fakat yönetim sermaye artırımını yapıyorsa, bu negatif bir sinyaldir ve hisse senedi fiyatlarını düşürür.

5. LİTERATÜR TARAMASI

Literatür incelemesi ikiye ayrılarak önce sermaye yapısı ile ilgili daha sonra sermaye artırımını ile ilgili Türkiye ve Dünya’da yapılmış çalışmalar şeklinde ele alınmıştır.

5.1. SERMAYE YAPISI İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Şirketler sermayelerini güçlendirmek ve/veya yeni yatırım yapmak amacı ile sermaye artırımını kararı verirken esasında sermaye yapısı ile ilgili olarak da karar vermektedirler. Bu bağlamda sermaye yapısını etkileyen faktörler ile ilgili çalışmalardan başlıcaları aşağıda verilmektedir.

5.1.1. Yurt İçinde Yapılmış Çalışmalar

Durukan (1997), hisse senetleri İMKB’de işlem gören 68 şirketin sermaye yapısını etkileyen faktörleri saptamak üzere 1990-1995 dönemini ele almış, karlılık ve borç dışı vergi kalkanının Türk şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen en önemli faktörler olduğu sonucuna varmıştır. Diğer bir sonuç ise şirketlere sağlanan teşviklerin ve yatırım indirimlerinin, vergi oranına göre, sermaye yapısı kararlarında daha etkili rol oynadığı şeklindedir.

Güloğlu ve Bekçioğlu (2001), İMKB’de imalat sanayinde faaliyet gösteren en büyük 42 şirketin incelendiği 1992-2000 yıllarını kapsayan çalışmada söz konusu şirketlerin sermaye yapılarının İMKB’deki gelişmelerden hangi ölçütlerde etkilendiği

saptanmaya çalışılmıştır. Çalışmada ayrıca borsanın gelişmesinin özellikle küçük şirketlerin kısa dönem ve toplam borç/ öz kaynak oranlarına etki ettiği saptanmıştır.

Gönenç ve Arslan (2003) ise, İMKB'ye kayıtlı uluslararası ve yurtiçi reel sektör şirketlerinin 1995-1999 ve 2000-2001 dönemlerinin ayrı olarak değerlendirilerek sermaye yapılarının karşılaştırıldığı çalışmanın sonuçlarına göre şirketlerin uluslararası faaliyet düzeyi yükseldikçe borçluluk oranlarının uzun vadeli borçlar hariç olmak üzere arttığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca risk, karlılık, büyüklük, maddi duran varlıkların düzeyi, piyasa-defter değeri oranından oluşan değişkenlerin borçlanma oranları üzerine etkisinin teorideki tartışmalar ile uyumlu olduğu belirlenmiştir.

Acaravcı (2004), 1992-2002 dönemlerini kapsayan ve İMKB'de işlem gören imalat sektörü şirketleri için sermaye yapısını etkileyen faktörlerin ampirik olarak test edildiği çalışmasında sermaye yapısı ile şirketlerin büyüme oranları, karlılığı, bankacılık sektörünün gelişmişliği, enflasyon ve kurumlar vergisi oranı değişkenleri arasında bulunan ilişkilerin teori ile uyumlu olduğunu saptamıştır.

Erkan ve Aydemir (2006), Türk şirketlerinin borçlanma kararlarını etkileyen faktörleri belirlemek üzere yaptıkları çalışmada, 38 ilde faaliyet gösteren 438 şirkete anket uygulamıştır. Araştırmanın bulguları finansal hiyerarşi yaklaşımını desteklemektedir. Buna göre şirketlerin finansman teminindeki öncelik sırası, şirket içi kaynaklar, yabancı kaynak ve hisse senedi ihracıdır. Yine aynı çalışmada şirketlerin borç kullanımını etkileyen en önemli faktörlerin ise şirket kazançları ve nakit akışlarının değişkenliği olduğu saptanmıştır.

Çağlayan (2006), 2000-2004 yılları arasında hisse senetleri İMKB'de işlem gören 46 imalat sektörü şirketini inceleyen bir çalışmada, söz konusu şirketlerin sermaye yapısı ile maddi duran varlıklar, karlılık, büyüme ve büyüklük değişkenleri arasındaki ilişkiyi saptamaya çalışmıştır. Sonuçta, toplam borç/öz kaynak ve kısa vadeli borç / öz kaynak oranları ile söz konusu değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler saptanmış, uzun dönemli borç/öz kaynak oranı ile belirtilen değişkenler arasında ise anlamlı ilişkiler elde edilememiştir.

Yücel (2006), Mersin ve Adana illerinde faaliyet gösteren imalat sanayi şirketleri üzerinde yaptığı anket çalışmasında şirketlerin hedef borçlanma oranına sahip olmadıklarını, fon kaynağı seçiminin büyük oranda ortaklar tarafından yapıldığını, fon kaynağı tercihinde öncelikli olarak iç fon kaynaklarının yer aldığını ortaya koymuştur. İç kaynakların yetersiz olması halinde borçlanma araçlarının kullanıldığını ve finansal esnekliğin sağlanması isteğinin borçlanma politikasında önemli olduğunu belirlemiştir. Şirketlerin ortalama borçlanma oranlarının endüstrinin ortalamasına uyum göstermediğini, şirketlerin ihtiyat amacıyla boş borç kapasitesi bulduklarını ve aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanma taleplerinin olmadığını ortaya koymuştur. Yücel çalışmasında inceleme konusu şirketlerin davranışlarının genel olarak finansal hiyerarşi teorisi ile uyumlu olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Topal (2006), 1997-2003 yılları arasında İMKB'ye kayıtlı olan ve imalat sanayinde faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapısı, finansman maliyetleri ve karlılıklarının analizini ve söz konusu imalat şirketlerinin sermaye yapılarında meydana gelen değişikliklerin karlılıklarına olan etkilerini incelemiştir. Analiz sonucunda

şirketlerin öz kaynakla finansmanı tercih ettiği ortaya çıkmıştır. Analize dahil şirketlerde uzun vadeli ticari borçların ortalama %1 gibi çok önemsiz düzeyde olduğu ve şirketlerin öz kaynak bileşenleri içerisinde en yüksek payın yeniden değerlendirme artışı fonu olduğu, yeterli düzeyde kar yaratamadıkları belirlenmiştir. Ayrıca şirketlerden elde edilen bulgulara göre şirketlerin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe aktif karlılık oranı ve brüt kar marjı çok değişmemekte ancak öz kaynak karlılığı düşmektedir. Bu bulgular şirketlerin talep yönlerinde bir sorunun olmadığı ancak finansman maliyeti ve borç yapısından kaynaklanan sorunların olabileceğine işaret etmektedir.

Büyüktortop (2007), çalışmasında 1992-2003 döneminde İMKB'de işlem gören çokuluslu ve ulusal şirketlerin finansal tablolarında yer alan verileri çoklu regresyon analizi kullanarak incelemiş ve çokuluslu şirketlerin sermaye yapıları ile ulusal şirketlerin sermaye yapıları arasındaki farklılıkları ortaya koymaya çalışmıştır. Sonuç olarak yapılan çalışmada İMKB'de işlem gören çokuluslu ve ulusal şirketler arasında sermaye yapılarının farklılık gösterdiği, sadece borçlanma yapılarında benzer bir özellik gösterdikleri, çokuluslu ve ulusal şirketlerin her ikisinin de kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri ortaya çıkmıştır.

Kandır, Karadeniz ve Önal (2007), 2000-2004 yılları arasında Türkiye'nin en büyük 1000 sanayi şirketinde sermaye yapısını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Çalışmada söz konusu faktörlerle şirketlerin sermaye yapısı arasındaki ilişki portföy ve regresyon analizleri ile incelenmiştir. Regresyon analizlerinde, şirketlerin kaldıraç oranları bağımlı değişken ve şirketlere ait satış ve ihracat hacimleri, aktif ve öz kaynak karlılıkları, İMKB'de işlem görme durumu, kamu veya yabancı sermaye sahipliği, çalışan sayısı ve aktif devir hızları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışma

sonucunda Türkiye'nin en büyük sanayi şirketlerinin sermaye yapısını belirleyen en önemli faktörlerin şirketlerin satış hacimleri ve karlılık durumları olduğunu ortaya koymuştur.

Karadeniz (2008), Türk konaklama şirketlerinin sermaye yapılarını belirleyen değişkenleri ve buna ek olarak konaklama şirketlerinin sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye yapısı teorisinin geçerli olduğunu belirlemeye yönelik bir çalışma yapmışlardır. Analizde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından yayınlanan sektör bilançolarından yararlanılarak otel ve lokantalar sektörünün sermaye yapısı yıllar itibariyle (1990-2006) incelenmiştir. Buna ek olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) hisseleri işlem gören Türk konaklama şirketlerinin, sermaye yapılarını etkileyen değişkenler 1994-2006 ve 2000-2006 dönemlerini kapsayacak şekilde dinamik panel veri analizi ve sabit etki tahmin modeli kullanılarak saptanmaya çalışılmıştır. Ayrıca İMKB'de işlem görmeyen konaklama şirketlerinin sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye yapısı teorisinin geçerli olduğunu belirlemeye yönelik bir anket çalışması yapmışlardır. İMKB'de işlem görmeyen konaklama şirketlerinin sermaye yapısı davranışlarının daha çok finansal hiyerarşi teorisiyle uyum gösterdiği saptanmıştır. İMKB'de hisseleri işlem gören Türk konaklama şirketlerinin ise sermaye yapılarını finansal hiyerarşi ve dengeleme teorisinin değişken bazında açıkladığı saptanmıştır.

Fettahoğlu ve Okuyan (2008), İMKB'de Taşa ve Toprağa Dayalı Sanayi sektöründe faaliyet gösteren 22 şirketin 2005-2007 dönemine ait 3'er aylık bilançolarından elde ettikleri verileri sabit ve rassal etkili panel regresyon yöntemleri ile test ederek, sermaye yapılarının açıklanmasında hangi sermaye yapısı kuramının geçerli

olduğunu ortaya koymaya çalışmışlardır. Araştırma sonucunda, İMKB'de Taş ve Toprağa Dayalı sanayi sektöründe hedef bir borçlanma miktarının olmadığı ve mümkün olduğunca öz kaynak ile finanse edilmeye çalışıldığı ortaya çıkmıştır. Özellikle kapasite yatırımları gibi uzun vadeli yatırımlarda şirketlerin otofinansman ile finansman sağladıkları ve araştırmaya konu şirketlerin finansal hiyerarşi teorisine daha yakın bir davranış sergiledikleri araştırma sonucunda ortaya çıkmıştır.

Demirhan (2009) İMKB'de işlem gören 20 adet hizmet şirketinin 2003-2006 dönemini kapsayan finansal verileri kullanılarak, söz konusu şirketlerin sermaye yapısını etkileyen firmaya özgü faktörleri saptamaya çalışmıştır. Araştırmada panel veri analizi kullanılmış olup, TB/TA, KVB/TA, UVB/TA, TB/Ö, KVB/Ö ve UVB/Ö oranlarının bağımlı değişkenler olarak kullanıldığı modeller regresyon analizi ile test edilmiştir. Analiz sonucunda hizmet şirketlerinin sermaye yapısını en iyi temsil eden oranlar KVB/TA, TB/Ö ve KVB/Ö oranları olarak bulunmuştur. Ayrıca İMKB'ye kote hizmet şirketlerinin borçlanma düzeyini etkileyen en önemli değişkenlerin karlılık, şirket büyüklüğü, varlıkların yapısı ve likidite düzeyi olduğu saptanmıştır.

Sayılgan ve Uysal (2011), Merkez Bankası sektörel bilançolarını kullanarak, iki bağımlı değişken (toplam borçların toplam varlıklara oranı ve toplam borçların öz kaynaklara oranı) ve altı bağımsız değişken (borç dışı vergi kalkanı, iflas riski, Büyüme fırsatları, karlılık, büyüklük ve varlık yapısı) ile panel veri analizi yöntemine göre yaptığı araştırmada borç dışı vergi kalkanı dışındaki değişkenlerle ilgili istatistiki olarak anlamlı sonuçlara ulaşmıştır.

Yörük, vd (2013) İMKB 100 içinde yer alan sanayi şirketlerinden 2003-2007 yılları arasında faaliyette bulunarak bilanço ve gelir tablosu açıklamış 40 adet şirketin verilerinden yararlanarak, sermaye yapısını etkileyen finansal oranlar ile hisse getirisi arasındaki ilişkiyi ANFIS yöntemi kullanarak incelemiştir. 14 giriş değişkeni ile yapılan tahminleme çalışmasında MDV/TA, KVB/TA, KVB/Ö, TB/TA anlamlı bulunmuştur.

5.1.2. Yurt Dışında Yapılmış Çalışmalar

Sermaye yapısına dair modern yaklaşımların temelini Modigliani ve Miller'in 1958 yılında American Economic Review'de yayınladıkları "Sermaye Maliyeti, Şirket Finansmanı ve Yatırım Teorisi" adlı makaleleri oluşturmaktadır. Modigliani ve Miller bu çalışmalarında, çeşitli varsayımlar altında sermaye yapısını değiştirmek suretiyle şirket değerinin değiştirilemeyeceğini savunmuşlardır. Daha sonra yapılan çalışmalarda sermaye yapısını değiştirmek suretiyle şirket değerinin değiştirilip değiştirilemeyeceğinin yanı sıra sermaye yapısı kararlarının nasıl ve kim tarafından alındığı, bu kararların hangi faktörlerden etkilendiği gibi konulara da yer verilmiştir.

Modigliani ve Miller (1963), ilk yazdıkları makaleden beş yıl sonra kaleme aldıkları "Kurumsal Gelir Vergisi ve Sermaye Maliyeti: Bir Düzeltme" adlı çalışmalarında önceki çalışmalarında ihmal ettikleri vergi değişkenini de göz önüne almışlar ve şirketlerin borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerini arttırabileceklerini vurgulamışlardır. Fakat bu borçlanmanın sürekli olmayacağını belirli bir noktadan sonra borçlanmanın maliyetinin öz kaynak maliyetinden fazla olabileceğini de vurgulamışlardır.

Taub (1975), ABD şirketlerinin borç/öz sermaye tercihini etkileyen değişkenler üzerine ampirik bir çalışma yapmıştır. ABD şirketlerine ait veriler, 1951-1970 yılları arası 20 yıllık dönemi kapsamaktadır. Çalışmanın sonucunda şirketin beklenen kazançlarındaki değişkenlik, şirketin faaliyet süresi ve vergi oranındaki artış, istenen borç/öz sermaye oranı üzerinde negatif etkiye sahiptir (Acaravcı, 2004:58). Ayrıca şirketin sahip olduğu varlıklarla ölçülen şirket büyüklüğünün istenen borç/öz sermaye oranı üzerinde pozitif etkisi vardır.

Ferri ve Jones (1979), şirketin finansal yapısı ile sektörel sınıfı, büyüklüğü, gelirlerindeki değişkenliği ve faaliyet kaldırıcı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın örneklem seti ABD'de, imalat sanayi de faaliyet gösteren 233 şirketi kapsamaktadır. Bu şirketlerin (1969-1974) ve (1971-1976) dönemlerine ait beşer yıllık bilanço ve gelir tablosu kalemleri çalışmanın yatay kesit veri tabanını oluşturmaktadır. Ferri ve Jones analiz sonucunda sektörel sınıflama ve sermaye yapısı arasındaki ilişkinin varlığını 1976 yılı için ampirik olarak saptayamamalarına karşın, 1974 yılı için kanıtlamışlardır. Şirketlerin borç kullanım düzeylerinin, büyüklükleri ile ilişkili olduğunu ancak bu ilişkinin pozitif ve doğrusal olmadığını ileri sürmüşlerdir (Acaravcı, 2004:59).

Bowen, Daley ve Huber (1982), kaldıraç ve sektör grupları arasındaki ilişkiler üzerine inceleme yapmıştır. Çalışma, ABD'de 1951-1969 dönemini, 1.800 şirket ve 9 sektör grubunu kapsamaktadır. Çalışma sonucunda şirketlerin, beş ve on yıllık dönem boyunca, sektör ortalamasına doğru istatistiksel olarak önemli şekilde hareket ettiği saptanmıştır (Acaravcı, 2004:59-60). Ayrıca vergi kalkınının şirketlerin sermaye yapılarındaki borcun optimal düzeyini belirlemede önemli rolü olduğu ortaya çıkmıştır.

Masulis (1983), ABD'de 1963-1978 yılları arasında şirketlerin sermaye artırımını ile sermaye yapılarındaki menkul kıymet değışiklik duyurularının sermaye yapısına etkisini incelemiştir. Çalışmasında 126 menkul kıymet değışim duyurusunun şirketlerin sermaye yapısına etkisini regresyon analizi yöntemi ile test etmiştir. Yapılan analiz sonucunda hisse senedi fiyatları ve şirket değeri ile kaldıraç düzeyi arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Ayrıca şirketin kaldıraç düzeyinin faaliyette bulunduğu sektörün ortalamasına yaklaştıkça, şirketin piyasa değerinin arttığı belirlenmiştir.

Allen (1991), Avustralya borsasının da işlem gören 48 şirketin sermaye yapısını etkileyen faktörleri ve finansal politikalarını belirlemeye yönelik bir anket çalışması yapmıştır. Allen çalışmasında, şirketlerin fon kaynağı tercihi sıralamasını, öncelikli olarak iç fon kaynakları (otofinansman kaynakları), daha sonra iç ve dış fon kaynaklarının karışık (otofinansman kaynakları ve borç birlikte) kullanılması şeklinde belirlemiştir. Ayrıca şirketlerin borçlanmasını etkileyen önemli faktörlerden birinin borcun vergi etkisi olduğu ve şirketlerin aynı faiz oranı üzerinden daha fazla borçlanmak istedikleri sonuçlarına ulaşmıştır. Bu çalışma sonucunda şirketlerin borç düzeyi ile karlılık düzeyi arasında negatif bir ilişki olduğu ve sermaye yapılarının açıklanmasında finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olduğu ortaya çıkmıştır.

Hatfield, Cheng ve Davidson (1994), ABD'de borsaya kote olmuş 183 şirketin 1982-1986 yıllarına ait borçlanma duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Örnekleme endüstri ortalamasının altında ve üstünde borçlananlar olmak üzere iki grup halinde incelemiştir. Analiz sonucunda piyasanın, şirketlerin ait oldukları endüstri ortalamasının üstünde veya altında kaldıraç düzeyine sahip olmasına herhangi bir olumlu veya olumsuz tepki vermediği saptanmıştır (Karadeniz, 2008:70).

Demirgüç ve Maksimoviç (1995) çalışmalarında sermaye piyasalarının gelişim düzeyinin, şirketlerin finansman ihtiyacı seçenekleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla 1981-1990 yılları arasında 30 farklı ülkede faaliyet gösteren şirketlerin sermaye yapılarını ve ülkelere özgü gelişmişlik rakamlarını incelemiştir. Çalışmada borsanın likiditesi, kapitalizasyonu, enflasyon oranı, büyüme, şirketlerin karlılığı gibi rakamların finansal kaldıraç üzerindeki etkisi çoklu bir regresyon modeli yardımıyla incelenmiştir. Tüm şirketleri ele alarak yaptıkları analizde borsanın gelişmişliği ile kısa vadeli ve uzun vadeli kaldıraç arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Ancak bu ilişkinin sadece büyük ölçekli şirketler için geçerli olduğu söylenmiştir. Ayrıca bankacılık sektörünün gelişmişliği ve kaldıraç arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu da ortaya konulmuştur.

Chen, Lensink ve Sterken (1998), Hollanda şirketlerinin sermaye yapısını etkileyen faktörler üzerine çalışmışlardır. 1984-1995 yıllarını kapsayan çalışmalarında 51 şirketi incelemiştir. Panel veri yönteminin kullanıldığı bu çalışmada, asimetric bilgiye dayalı teoriler ve özellikle finansal hiyerarşi teorisinin, Hollanda şirketlerinin finansman tercihini açıklamada çoğu zaman yeterli olduğu bulunmuştur. Hollanda şirketleri finansman için öncelikle iç kaynakları, iç kaynakların yetersiz olması durumunda dış kaynakları kullanmaktadır. Analiz sonucunda kaldıraç ile maddi duran varlık ve büyüklük arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Kazançların değişkenliği ve karlılık ile kaldıraç oranı arasında ise negatif ilişki bulunmuştur.

Colombo (2001), 1992-1996 yılları arasında Macaristan'da üretim ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren 1100 şirketin sermaye yapısı kararlarını ve özellikle

banka borçlanmalarını etkileyen faktörleri belirlemek amacıyla çapraz kesit regresyon yöntemi ile panel veri yöntemini kullanarak incelemiştir. Analiz sonucunda net satışların logaritması ile ifade edilen büyüklük, sahiplik ve maddi teminat değişkenleri ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. İstihdam ile ifade edilen büyüklük ile borçlanma ve maddi duran varlıkların miktarı ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Şirketlerin gelecekteki büyüme performanslarını gösteren yatırım/toplam varlık oranı ile borçlanma arasında negatif ilişki belirlenmiştir.

Graham ve Harvey (2001), 4440 şirkete yönelik anket çalışması gerçekleştirmiş ve 392 şirket ankete cevap vermiştir. Anket üst düzey finans yöneticilerine yönelik olup, şirketlerin sermaye maliyetleri, sermaye bütçelemesi ve sermaye yapısını araştırmayı hedeflemiştir (Karadeniz, 2008:71). Araştırmada şirketlerin satışları ve nakit akımlarındaki değişkenliğinin borçlanma miktarı üzerinde etkili olduğu, küçük ölçekli şirketlerin borçlanmasını en çok iç kaynakların yetersiz olmasının etkilediği, piyasa zamanlamasının büyük ölçekli şirketlerde küçük ölçekli şirketlere oranla daha çok dikkat edilen bir konu olduğu ortaya çıkmıştır. Araştırma şirketlerin borç senetleri çıkarırken finansal esneklik ve kredi derecelendirmesini, hisse senedi ihracında ise hisse başına kardaki sulanma ve son zamanlardaki hisse senedi fiyat artışını dikkate aldıklarını ortaya koymuştur. Ayrıca çalışmalarında ankete katılan şirketlerde hem finansal hiyerarşi teorisinin hem de denge teorisinin geçerli olduğunu ortaya koymuşlardır.

Miguel ve Pindado (2001), finansal olmayan ve borsaya kayıtlı 133 İspanyol şirketinin 1990-1997 yılları arasındaki finansal verilerini kullanarak şirket özelliklerinin ve kurumsal özelliklerin sermaye yapısını nasıl etkilediğini analiz etmişlerdir.

Araştırma sonucunda şirketlerin borçlanma seviyelerini ayarlamaya karar verdiklerinde işlem maliyetleri ile karşı karşıya kaldıkları, ancak ABD şirketlerine göre İspanyol şirketlerinin işlem maliyetlerinin daha düşük olduğu ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte borç ile borç dışı vergi kalkınları arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca finansal sıkıntı maliyetleri ile borçlanma arasında ters ilişki ve yatırım ile borçlanma arasında ise doğrudan bir ilişkinin varlığı ortaya çıkmıştır. Nakit akışı ile borç arasında negatif ilişkinin bulunması, finansman kaynağı olarak nakit akışının borç kullanımına tercih edildiğini göstermektedir ve bu durum finansal hiyerarşi teorisinin geçerliliğini destekler niteliktedir (Karadeniz, 2008:71).

Fama ve French (2002), ABD'de yaptıkları çalışmalarında hizmet ve finans sektöründe faaliyet gösteren şirketler dışındaki şirketlerin kaldıraç düzeylerinin defter ve piyasa değerleri ile kar payı ödeme politikalarının açıklanmasında panel regresyon yöntemini kullanarak finansal hiyerarşi ve denge teorisini test etmişlerdir. Analiz sonucunda daha fazla yatırıma bulunan şirketlerin daha az kar payı ödediği, karlı şirketlerin ise daha fazla kar payı ödediği saptanmıştır. Şirket büyüklüğü ile kar payı ödemesi ve kaldıraç düzeyi arasında pozitif bir ilişki saptanmıştır. Tüm sonuçlar göze alındığında finansal hiyerarşi ve denge teorisinin şirketlerin sermaye yapısını tam olarak açıklamadığı ancak değişken bazında açıkladığı belirlenmiştir.

Frank ve Goyal (2003), 1971-1998 yılları arasında Amerika'daki halka açık şirketlerde finansal hiyerarşi teorisinin geçerli olup olmadığını test etmişlerdir. Bu amaçla 157 şirketin finansal verileri üzerinde panel basit regresyon analizi gerçekleştirmişlerdir. Analiz sonucunda finansal hiyerarşi teorisinin aksine şirketlerin

yatırım harcamalarında öncelikli olarak dış kaynak kullandığı, iç kaynakların ise şirketler tarafından daha az kullanıldığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca borçlanmanın özsermaye ile fon sağlamanın yerini tamamıyla doldurmadığı ve özellikle finansal açıklar ile net özsermaye uygulamaları arasında yakın bir ilişkinin varlığı saptanmıştır (Karadeniz, 2008:73).

Chen (2004), borsada işlem gören Çin şirketlerinin sermaye yapılarını etkileyen faktörleri araştırmak için 77 şirketin 1995-2000 yılları arasındaki raporlarını ele alan bir çalışma yapmıştır. Finansal sektörde yer alan şirketlerin bilançoları diğer şirket bilançolarından belirgin bir şekilde farklı olduğu için çalışmaya dahil edilmemiştir. Araştırma sonucunda karlılık ve borç arasında negatif, büyüme fırsatları ve borç arasında pozitif, şirket büyüklüğü ve uzun vadeli borç arasında negatif ve maddi duran varlıklar ve borç arasında pozitif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Çin şirketlerinin daha az uzun vadeli borca sahip olmaları ve kısa vadeli finansmanı tercih etmeleri Çin şirketleri ile gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin sermaye tercihleri arasındaki çarpıcı bir farklılık olarak görünmektedir. Finansal yapı ile ilgili kararlarda Çin şirketleri Batılı modellerden farklılık göstermektedir. Çin şirketlerinin finansman tercihleri sırasıyla şirket kazançları, sermaye ve son olarak da borçlanma olarak tespit edilmiştir.

Akhtar (2005), Avustralya'da bulunan çok uluslu ve yerel şirketlerin sermaye yapısı kararlarını belirleyen faktörleri incelemiştir. Çalışma kapsamında, teoride var olan, sermaye yapısını etkileyen faktörler belirlenmiş ve bunlar Avustralya'da bulunan çok uluslu ve yerel şirketler üzerinde hipotezlerle ampirik olarak test edilmiştir. Ayrıca çalışma Avustralya'da bulunan çok uluslu ve yerel şirketlerin sermaye yapısı

değişkenlerinin birbirinden farklılık gösterip göstermediği üzerine de yoğunlaşmıştır. Çalışmada sermaye yapısını belirleyen faktörler temsilci maliyetleri, iflas maliyetleri, borç dışı vergi kalkanı, karlılık, şirket büyüklüğü, varlık yapısı olarak belirlenmiştir. Buna ek olarak sadece çok uluslu şirketlerin sermaye yapısı kararlarını belirleyen bir takım faktörler de kullanılmıştır. Bunlar; çeşitlilik, döviz kuru riski, politik risk olarak belirlenmiştir. Ayrıca sermaye yapısını etkileyen diğer faktörler başlığı altında endüstri sınıflandırması ve zaman değişimi göz önüne alınmıştır. Çalışma, 1992-2001 yılları arasında Avustralya Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı olan tüm şirketlerin verilerinden oluşmaktadır. Borsada işlem gören, 1.637'si yerli ve 2.614'ü çok uluslu olmak üzere toplam 4.251 şirket bulunmaktadır. Çok uluslu şirketlerin bazılarının diğer ülkelere ait olması, finans şirketlerinin çalışmaya dahil edilmemesi ve yetersiz bilgi bulunması gibi nedenlerden dolayı yerel şirketlerin sayısı 968'e çok uluslu şirketlerin sayısı ise 1.221'e indirgenmiştir. Değişkenleri analiz etmek ve sermaye yapısı belirleyicilerini açıklamak için Tobit regresyon modeli kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, Avustralya'daki çok uluslu ve yerli şirketlerin finansal kaldıraç düzeyleri önemli derecede farklılık göstermemektedir. Sonuçlardan çok uluslu ve yerli şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin kendi aralarında önemli değişikliğe sahip olduğu anlaşılmaktadır. İki tür şirket için de, büyüme, karlılık ve şirket büyüklüğü değişkenleri finansal kaldıraçın önemli belirleyicileridir. Yerli şirketler için varlıkların teminat gösterilebilme özelliği de ayrıca önemli bir belirleyici olmaktadır. Çok uluslu şirketler için ise, iflas maliyetleri ve ülke dışındaki yan kuruluşların sayısı finansal kaldıraç seviyesini belirleyen diğer faktörlerdir.

Zou ve Xiao (2006), 1993-2000 yılları arasında Çin borsasında işlem gören 216 şirketin finansal davranışlarını incelemiştir. Yöntem olarak 216 şirkete ait dengesiz (unbalanced) panel verileri üzerinde 2 model oluşturulmuş ve zaman serisi analizi sabit etkiler, tesadüfî etkiler ve probit model analizi kullanılmıştır. Analiz sonucunda şirket büyüklüğü ve sabit varlıkların payı ile finansal kaldıraç arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Bununla beraber Çin şirketlerinin sermaye yapısı seçimlerinde devlet sahipliği, yasal kişi sahipliği ve yabancı sahipliğinin etkili olduğu, aynı zamanda öz kaynakların arttırılması konusunda Çin şirketlerinin teşvik edildiği belirlenmiştir. Yapılan çalışma sonucunda ne finansal hiyerarşi teorisini ne de dengeleme teorisini destekleyen sonuçlar bulunmuştur.

Kayhan ve Titman (2007), ABD'de 1971-2002 yılları arasında net varlık değeri 10 milyon doların üzerinde olan şirketlerin geçmişteki nakit akımlarının, yatırım harcamalarının, hisse senedi fiyatlarının ve piyasa zamanlama davranışlarının sermaye yapılarını nasıl etkilediğini incelemiştir. Çalışma da finansal ve kamu hizmet sektöründe faaliyet gösteren şirketler inceleme kapsamı dışında bırakılmıştır. Analiz sonucunda hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin ve şirketlerin finansal açıklarının çoğu zaman borç üzerinde güçlü etkisi olduğu belirtilirken, piyasa zamanlama davranışının şirketlerin borç oranları üzerinde zayıf etkisi olduğu bulunmuştur. Fakat şirketlerin bu davranışlarının hedef sermaye yapıları doğrultusunda değişkenlik gösterdiği de belirtilmiştir.

Heyman, Deloof ve Ooghe, 2008 yılında yaptıkları çalışmalarında Belçika Merkez Bankası'nda kayıtları bulunan 1132 küçük şahıs şirketinde borçlanmanın

miktarını ve vadesini etkileyen değişkenleri araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre Belçika'daki küçük şahıs şirketlerinin sermaye yapılarının oluşmasında asimetrik bilginin ve borcun temsilcilik maliyetlerinin etkili olduğu belirlenmiştir. Hızlı bir şekilde büyüyen şirketlerin, daha az maddi duran varlığa sahip şirketlerin ve karlı şirketlerin kaldıraç oranından daha az yararlandığı saptanmıştır. Şirketlerin büyüme fırsatlarının borcun vadesi üzerinde çok fazla etkili olmadığı bulunurken, kredi riskinin borç vadesi üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır (Karadeniz, 2008:74). Ayrıca çalışmada büyük şirketlerin daha yüksek miktarlarda ve daha çok kısa vadeli olarak borçlandıkları belirlenmiştir.

5.2. SERMAYE ARTIRIMI İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Sermaye artırımını ile ilgili çalışmalar daha ziyade hisse bölünmesi, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarının kısa ve uzun dönemde hisse fiyatlarına etkisi üzerine yoğunlaşmıştır. Sermaye artırımını etkileyen gerek şirkete özgü gerekse makroekonomik değişkenler üzerine herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır.

5.2.1. Yurt İçinde Yapılmış Çalışmalar

Suner (1995) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören 36 şirket tarafından 1989 - 1994 yılları arasında yapılmış olan 55 adet sermaye artırımını baz olarak aldığı araştırmasında; sermaye artırımları büyüklüklerine göre ve araştırma konusu şirketlerin piyasadaki genel itibarlarına göre sınıflandırılarak yapılan analiz sonucunda, itibarı "yüksek" olan şirketler tarafından yapılan sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatı üzerinde belirgin olarak pozitif bir etkisi olduğu, aynı zamanda itibarı

daha "düşük" olan şirketler tarafından yapılan sermaye artırımlarında ise belirgin olarak negatif bir etki olduğu meydana çıkmıştır.

Büyük (1998) Türkiye'de sinyal hipotezine bağlı olarak bilginin bedelsiz hisse bölünmesi yolu ile iletebildiği varsayımının araştırdığı çalışmasında, 1995-1997 dönemi içindeki sanayi şirketlerine ait tüm bedelsiz sermaye artırımlarını incelemiştir. Örneklem Analizi yöntemi ile yapılan çalışma hisselerin bölünme tarihinden 30 gün öncesi ve sonrasına kadar ki süre içerisinde normalin üzerindeki pozitif getiriler ile şirketlerin bölünme yılı başındaki ve sonundaki Net Satış ("NS"), Hisse Başı Kazanç ("HBK") ve Kazanç Başı Fiyat ("KBF") rakamları arasındaki korelasyona bakılmıştır. Çalışma sonuçları, bölünme öncesindeki günlerde ortalama normalin üzerindeki pozitif getirileri desteklerken, bu getiriler ile seçilen finansal göstergeler arasında bir ilgi olmadığını göstermektedir. Bu bulgu, sinyal hipotezine bağlı olarak bilginin bedelsiz hisse bölünmesi yolu ile iletebildiği varsayımı ile çelişmektedir.

Eren (2001) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda dönemsel hisse senedi ihracında bulunan şirketlerin uzun dönemli senet performanslarının analiz etmiştir. Bu çalışmada, İMKB'de 1991-1996 yılları arasında yapılan 663 adet sermaye artırımını sonrası şirketlerin uzun dönemli senet performansları ampirik olarak incelenmiştir. Genel sonuç olarak, İMKB'de sermaye artırımları sonrası uzun dönemli senet fiyat performansının, başta ABD olmak üzere diğer ülkelerdeki sermaye artırımları sonrası uzun dönem düşük senet fiyat performansı bulgularıyla paralellik gösterdiği tespit edilmiştir. Türkiye'de dönemsel olan yeni senet ihracı diğer ülkelere göre çok farklı şekillerde yapılabildiğinden analiz, İMKB'de sermaye ihraçlarını çeşitli

kategorilere ayırarak gerçekleştirilmiştir. Elde edilen spesifik sonuçlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Bedelli ve bedelsiz senet ihraç eden şirketler üç yıla kadar piyasa karşısında düşük performans göstermektedir, fakat bedelsiz ihraç yapan şirketlerin performansları bedelli senet ihracı yapan şirketlere göre istatistiksel olarak daha iyidir.
- Uzun dönem düşük performans finansal olan ve olmayan şirketler için de söz konusudur.
- Yalnızca bir sermaye artırımında bulunan şirketlerin ortalama performansı, iki veya daha fazla sermaye artırımını yapan şirketlerin ortalama performansından daha kötüdür.
- Hisse senetlerinin ihraç sırasında yanlış fiyatlaması söz konusu olabilir.

Uslu (2002) finansal piyasalarda etkinlik ve etkinliğin zayıf formda test edilmesi çalışmasında Etkin Piyasa Hipotezi'ne Alternatif olarak görülen "Mutlak Zıtlık Hipotezi'nin" sadece İMKB 100 endeksi için geçerli olup olmadığı doğrusal olmayan bir tahmin metoduyla (ARCH) tahmin edilmiştir. Üçüncü dereceden bir polinomdan yola çıkılarak hesaplanan eşitlik sonucunda elde edilen grafik Mutlak Zıtlık Hipotezi'nin İMKB 100 endeksi için geçerli olduğunu ortaya koymuştur. Mutlak Zıtlık Hipotezi'nin İMKB 100 için geçerli olması, etkin bir piyasa yapısının olmadığı sonucunu vurgulaması bakımından önemlidir. İMKB 100 endeksinde kaybettirenlerin kazandırma ve kazandıran hisse senetlerinin de kaybettirme trendi içinde oldukları sonucu yani

Mutlak Zıtlık Hipotezi'nin geçerliliği İstanbul Menkul Kıymetler piyasasında etkin bir yapının var olmadığı sonucunu da vurgulamaktadır.

Adaoğlu (2002), sermaye artırımlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini İMKB'de sınamıştır. Piyasanın bedelli, hem bedelli hem bedelsiz sermaye artırımına hem de, rüçhan hakkı kullandırılmasına ilişkin duyuruya verdiği tepkiyi sinyalleme, ihraç fiyatı ilgisizliği ve gelişmiş likidite (gelişmiş yatırımcı tabanı) hipotezleri kapsamında incelemiştir. Örnekleme 1994-1999 yılları arasındaki 65 bedelli, 22 hem bedelli bedelsiz arz duyurusu incelenmiştir. Örnekleme alınan artırım kararlarının duyuru tarihlerinde 5 gün önce 5 gün sonra şirkete ilişkin hiçbir başka duyurunun yapılmamış olmasına dikkat edilmiştir. Duyuru tarihi olarak, sermaye artırım kararının İMKB tarafından duyurulduğu tarih esas alınmıştır. Sonuçlar, piyasanın duyuru döneminde bedelli sermaye artırımlarına negatif, hem bedelli hem bedelsiz artırımlara pozitif tepki verdiği saptanmıştır. Adaoğlu bu durumu, bedelsiz hisse senetlerinin tatlandırıcı etkisiyle açıklamıştır. Böylece bedelsiz hisse senetlerinin bedelli hisse senetleriyle sunulmasının, bedelli hisse senetlerinin çekiciliğini artırmaya yaradığı sonucunu bu çalışmada teyit edilmiştir. Bedelli sermaye artırım için sinyalleme hipotezinin geçerli olduğu ve fakat fiyat ilgisizliği ve gelişmiş likidite hipotezlerini destekler hiçbir sonucun çıkmadığı belirtilmiştir. Bedelsiz ve bedelli sermaye artırım için ise hem sinyalleme hem de gelişmiş likidite hipotezlerinin geçerli olduğu sonucuna varılmıştır. Rüçhan haklarının kullandırıldığı dönemde ise piyasanın hem bedelli hem bedelsiz hisse senetlerine pozitif bir fiyat tepkisi verdiği ortaya çıkmıştır.

Adaoğlu (2002), Türkiye'de yatırımcıların birikimlerini rüçhan haklarını satın almak için kullanmaya istekli olmadıklarını ve bu nedenle de bedelsiz sermaye artırımıyla birleşmeyen sermaye artırımlarının hisse fiyatları üzerinde negatif etki yaptığını belirtmektedir. Ayrıca bedelsiz sermaye artırım oranı istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Bu da yatırımcıların bedelsiz sermaye oranını değil, toplam artırım oranını önemsediklerini göstermektedir.

Kılıç (2002) İMKB'ye kote olan 1998-2000 yılları arasında 55 şirkete ait 25 bedelsiz ve 41 bedelsiz ve bedelli sermaye artırımından oluşan bir örneklem üzerinde çalışmıştır. Duyuru tarihinden (Yönetim kurulu, başvuru ve arz) 110 iş günü önce ve 10 iş günü sonrası 120 günlük dönemin tamamında fiyat ve getiri bilgisine ulaşılan, finansal olmayan şirketlere ait veriler, bilgiye dayalı etkin piyasa hipotezi kapsamında literatürde sıkça kullanılan CAPM (Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli) kullanılarak sınanmıştır. Sonuç olarak İMKB'de bedelsiz hisse senedi arz duyurusu etrafında pozitif aşırı getiriler elde edilebildiği ve bedelsiz hisse senedi anomalisinin geçerli olduğu saptanmıştır. Bedelsiz sermaye artırım yapacak olan şirketlerin hisselerinin duyurudan önce alınıp duyuru yapılacak tarih yaklaştıkça satılması sayesinde aşırı getiri elde edildiğini ve bu getirilerin duyuru sonrası maksimuma ulaştığı görülmüştür.

Sermaye artırım duyurusu tarihi olarak hisse senedi getirilerinde etkisi olduğunu düşünülen üç farklı tarihin etkisi ayrı ayrı incelenmiştir. Bunlardan birincisi sermaye artırım kararı veren şirketin yönetim kurulu toplantısı tarihi, ikincisi, şirketin sermaye

artırımı için SPK'ya başvurduğu tarih ve üçüncüsü ise SPK'nın sermaye artırımı başvurusunun kabul edildiğini duyurduğu tarihtir.

Batchelor ve Orakçıoğlu (2003) tarafından 1990-1994 dönemine ilişkin İMKB verileri üzerinde yapılan çalışmada ise yatırımcıların bedelsiz sermaye artırımlarını, nakit temettü gibi gördükleri ve bedelsiz sermaye artırımı duyurularından sonra şirket hisse senedi fiyatlarının yükseldiği sonuçlarına ulaşılmıştır.

Barak (2006) tarafından 1992-2004 yıllarına ilişkin İMKB'de yer alan şirketler üzerinde yapılan analiz sonuçlarına göre ise bedelli sermaye artırımı duyurularının hisse senedi fiyatlarının hareketlerine olumlu ya da olumsuz bir etkisi bulunmamaktadır. Aynı çalışmada, 1992-2004 yılları arasındaki bedelsiz sermaye artırımı duyurularının, hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif bir etkisi olduğu görülmüştür.

Karaca (2008) tarafından yapılan çalışmada İMKB-100 endeksinde işlem gören şirketlerin 2000-2005 dönemine ait verileri dikkate alınarak kar dağıtım şekilleri 5 grupta incelenmiştir. Modelde kar payı dağıtımından 60 gün öncesi hisse fiyatları ile 30 gün sonrası hisse fiyatları değerlendirmeye alınmıştır. AbR ve CAR yöntemleri kullanılarak anormal kazançlar tespit edilmiş ve t testine tabii tutulmuştur. Sonuçta, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı duyurularının hisse senedi fiyatı üzerinde düşüşe yol açtığı, temettünün hisse senedi şeklinde dağıtılacağına ilişkin duyurulara ise yatırımcıların duyarsız kaldıkları belirlenmiştir.

Eriş (2009) hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerden 2003-2007 yılları arasında sermaye artırımını yapanların, hisse senedi fiyatlarında sermaye artırımını duyurularının etkili olup olmadığı araştırmıştır. Bu çerçevede sermaye artırımını kararları bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını kararları olmak üzere iki gruba ayrılarak incelenmiştir. Bedelli sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımına izin verilen sermaye artırımları ile rüçhan hakkı kullanımına izin verilmeyen sermaye artırımlarına; bedelsiz sermaye artırımlarında ise kârın, hisse senedi şeklinde dağıtılması nedeniyle yapılan sermaye artırımları ile enflasyon düzeltme farkları, yedekler gibi iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarına ilişkin iki ayrı inceleme yapılmıştır. Analizde her bir sermaye artırımını yönteminin tek başına kamuya duyurulduğu açıklamalar dikkate alınmıştır. Sermaye artırımını duyurusu yapan şirketlerin hisse senetleri fiyatlarında görülen anormal getiriler tek örneklem t testi ile test edilmiştir. Rüçhan haklarının kullanıldığı bedelli sermaye artırımlarına ilişkin analizde, sermaye artırımını duyurusundan önceki (-1,-3) ve (-1,-2) işlem günlerinde pozitif getiri elde edilebildiği bulunmuştur. Bu sonuç bedelli sermaye artırımını duyuruları öncesinde hisse senetlerinde aşırı getiri olduğunu, yöneticilerin bilgi asimetrisi nedeniyle fiyatların çok yükseldiği dönemlerde bedelli sermaye artırımını tercih ettikleri görüşüyle uyumludur. Sermaye artırımını duyurusunun yapılmasından sonraki (0,4), (0,1) ve (1,3) işlem dönemlerinde ise hisse senetlerinin getirileri endeksin getirisinin altına düşmektedir. Bu durum ise rüçhan haklarının kullanılacağına belirtildiği bedelli sermaye artırımını duyurularının ülkemizde hisse senetleri fiyatlarını negatif yönde etkilediğini göstermektedir.

Rüçhan haklarının kısıtlandığı bedelsiz sermaye artırımlarına ilişkin yapılan analizde ise duyuruların hisse senetleri fiyatları üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı belirlenmiştir. Şirketler genel olarak bu tür sermaye artırımlarını birleşmelerde, satın almalarda, hakim ortağa tahsisli satışlarda, bilgi asimetrisinin yüksek olduğu durumlarda tercih etmektedir. Analiz sonuçları iç kaynaklar kullanılarak yapılan bedelsiz sermaye artırım duyurularının da yatırımcıların algısı üzerinde belirli bir etkisinin olmadığını göstermektedir. İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımının şirkete ek bir değer sağlamamasının bu sonuçta etkili olduğu düşünülmektedir.

Cun (2010) 1986-2007 yılları arasında İMKB’de işlem gören ve finansal olmayan 884 bedelli sermaye artırımını rüçhan hakkı kullanılan ve kullanılmayan şeklinde iki gruba ayırmıştır. Hisse senetlerinin uzun dönemli kazançlarını ölçmek için literatürde de kullanılan BHARs ve CARs methodunu kullanarak, bedelli sermaye artırımının hisse senedi getirilerine etkisini incelediği çalışmasında, sermaye artırımını yapan şirketlerin, yapmayan muadillerine göre olumsuz piyasa performansına maruz kaldıklarını göstermektedir. Ancak, sermaye artırımına gitmeyen şirketlerin aynı dönemde sahip oldukları daha düşük fiyat performansı nedeniyle, artırım yapan şirketlerin olumsuz piyasa performansını aşırı değerlenme sinyali olarak algılamak doğru olmayacağını ifade etmiştir. İstikrarsız ekonomik ve siyasi ortamda, İMKB’nin genellikle kısa vadeli yatırımcılardan oluşması nedeni ile yatırımcıların, sermaye artırımını kararından çok anlık piyasa koşullarına tepki vermesi için ekonomik açıdan anlamlı nedenleri olduğunu belirtmiştir. Aynı zamanda yatırımcıların yoğun arzlar nedeniyle bedelli sermaye artırımına aşına oldukları sonucuna ulaşımlardır.

5.2.2. Yurt Dışında Yapılmış Çalışmalar

FFJR (1969), hisse senedi bölünmesinin paydaşların getirişine etki edip etmediği, hisse senedi bölünmesine ilişkin bilgi setinin hisse senedi fiyatlarına ne derecede yansıdığı, pazar ile menkul kıymetlerin getirileri arasında bir ilişki olup olmadığı konularına bir katkı sağlamıştır (FFJR, 1969:404-405). FFJR, 940 hissenin karakteristik doğrularını oluşturarak beklenen getirilerini saptamış, daha sonra bu getiriler ile gerçekleşen getiriler arasındaki farkı incelemiştir. Bu noktada hisse senedi bölünmesinden 30 ay önceki ve sonraki dönem ele alınarak incelenmiştir. FFJR, hisse senetlerini bölen şirketleri, kar paylarını artıranlar ve artırmayanlar olarak ikiye ayırmıştır. Hisse senedi bölünmesi yapan ve bölünmeden sonra kar payları artan hisse senetlerinin getirilerinde küçük de olsa pozitif sapmalar olmuştur. Kısacası karını artıran ve aynı zamanda hisse senedi bölünmesi yapan şirketlerin hisse senetlerine yapılan yatırımlar çok karlı olmuştur. FFJR'ın araştırmasında kullanılan örneklemin ikinci grubunda hisse senedi bölünmesi yapmış olan fakat karlarında herhangi bir artış olmayan şirketlerin hisse senetleri bulunmaktadır. Bu hisse senetlerinin getirilerinde, bölünmeyi izleyen dönemde kar paylarında oluşan azalmadan sonra negatif sapmalar görüldüğü tespit edilmiştir.

Grinblatt, Masulis ve Titman (1984) tarafından yapılan araştırmalar, kârın sermayeye eklendiği bedelsiz sermaye artırımını duyurularının hisse senetleri fiyatları üzerinde pozitif bir etkisinin olduğunu göstermektedir.

Lamourex ve Poon (1987) bedelsiz hisse senedi duyurusunun duyurudan sonraki olayları etkilediği temeline dayalı bir çalışma yapmışlardır. Lamourex ve Poon piyasada

hisse bölünmesi duyurusundan (tersine bölünmeden) sonraki gün, söz konusu hisse senedinin işlem sayısının ve hisse senetlerinin işlem hacminin artacağı (azalacağı) hipotezini sınamıştır. İşlem hacmindeki artışın, hisse senedinin noise etkisini artıracağını ve bu artışın, hisse senedinin vergi opsiyon değerini yükselteceğini ve bunun da hisse bölünmesi duyurusu etkisini oluşturacağı vurgulanmıştır. Araştırmacılar, Temmuz 1962'den Aralık 1985'e kadar olan dönemdeki hisse senetlerinden oluşan bir örneklem üzerinde çalışmışlardır. Çalışmada, hisse senedi getirileri, günlük işlem hacmi ve ortak bilgileri bu teoriyi desteklemiştir. Hisse bölünmesi sonucunda likiditenin azaldığı konusunda diğer araştırmacılarla hemfikir olunmasına karşılık, likiditedeki bu azalmanın fiyatta karşılığını bulmadığı iddia edilmiştir.

McNichols and Dravid (1990) de yaptıkları çalışmalarda bedelsiz hisse senedi dağıtımlarından sonra hisse senetlerinden aşırı getiri elde edebildiği sonucuna ulaşmışlardır.

Ikenberry, Rankine ve Stice (1996), hisse bölünmesinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini, Self Selection Hipotezi kapsamında sınamışlardır. Self Selection Hipotezi, şu iki açıklamanın sentezidir:

- Hisse bölünmesi hisse senetlerinin likiditesini artırmak amacıyla hisse senedi fiyatlarının oynamasını sağlamak için yapılır.
- Yönetim bu yolla piyasaya pozitif bir özel bilgi sinyali yollar.

Kısaca, hipotez hisse bölünmesinin hisse senedi fiyatlarını normal satış bandına çekmek için yapıldığını ve hisse bölünmesi kararını şirketin gelecekteki performansı ile

ile ilgili beklentilerinin üzerine temellendirildiğini iddia eder. Araştırmacılar, 1975-1990 yılları arasında New York Stock Exchange'e (NYSE) ve American Stock Exchange'e (ASE) kote olan şirketlerin 2:1 oranlı hisse bölünmelerinden oluşan toplam 1275 hisse üzerinde çalışmıştır. Bölünmelerin genellikle, hisse senedi fiyatları yüksekken yapıldığı gözlenmiştir. Bölünme yapılan hisse senetlerinin yaklaşık olarak 4/5'inin bölünmeden önceki aydaki ortalama piyasa fiyatı, %80 ve üzerindeki dilimde yer almıştır. Bölünme sonrası fiyatların önemli ölçüde gelişme gösterdiği, fakat genellikle aynı büyüklükteki medyan fiyatından daha düşük olduğu saptanmıştır. Piyasanın düşük defter/piyasa değeri oranlı şirketlere (küçük şirketlere) verdiği tepki ise düşük seviyede olmuştur. Fakat yatırımcıların hisse bölünmesine olması gerekenden az tepki gösterdikleri, bölünen şirketlerin, bölünmeden sonraki ilk yılda %7,93 ve bölünmeyi takip eden üç yıl içinde %12-15'lik bir aşırı getiri sağladıkları tespit edilmiştir. Bölünmeden sonraki ilk yılda en yüksek kazanç sağlayan şirketlerin, düşük defter/piyasa değerli şirketler olduğu saptanmıştır.

Eckbo, Masulis ve Norli'nin (2000) ABD'de NYSE, Amex veya Nasdaq endekslerinde yer alan şirketlere ilişkin 1963-1979 dönemini içeren çalışmasında; bedelli sermaye artırımını ile kaldıraçın düştüğü, varsayılan riskin azalması nedeniyle getiri beklentisinin de azaldığı ve bu nedenle bedelli sermaye artırımını duyurularının sonrasında hisse senetleri fiyatlarının düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu çalışmada, bedelli sermaye artırımını sonucunda likiditenin artacak olmasının bile getiri beklentisi üzerinde olumlu bir etki yaratmadığı ortaya konulmuştur.

D'Mello, Tawatnuntachai ve Yaman (2003) tarafından yapılan araştırma sonuçlarına göre ise bedelsiz sermaye artırımları duyuruları, asimetrik bilginin azalması nedeniyle hisse senetleri fiyatlarında bir artış sağlamaktadır. Şirketler, bedelsiz hisse senedi dağıtımından sonra yeni hisse senetleri ihraç etmekte, bu yolla asimetrik bilgi nedeniyle katlanılan maliyetleri azaltmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde yapılan araştırmalarda ise sermaye artırım duyurusunun hisse fiyatlarında düşüşe yol açtığı görülmüştür. Örneğin İngiltere'de 1962 ile 1975 yılları arasında yapılan 997 bedelli sermaye artırımını incelenmiş, bedelli sermaye artırımının yapılacağı duyurulduğu dönemlerde hisse senetlerinin fiyatında %0,05 oranında azalma olduğu görülmüştür. 1984-1995 yılları arasında Hollanda'da yapılan bedelli sermaye artırım duyuruları sonrasında da hisse senedi fiyatlarında düşüş gözlenmiştir. Hisse senedi fiyatlarında görülen negatif etkinin rüçhan haklarının satışı ve şirketin finansal durumunun kötü olduğu algısından kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Nitekim bedelli sermaye artırım yapan şirketlerin büyük çoğunluğunun 5 yıl boyunca finansal durumlarının ve faaliyetlerinin kötüleştiği görülmüştür (Kabir ve Roosenboom, 2003:93-113).

Krishnamurthy ve diğerlerinin (2005) yine NYSE, Amex veya Nasdaq endekslerinde yer alan şirketlere ilişkin 1983 ile 1992 yılları arasını kapsayan çalışmalarında ise finansal açıdan zor durumda olan şirketlerin, rüçhan hakları kısıtlanarak sermaye artırım yapılacağına ilişkin duyurularının kısa dönemde hisse senetlerinin fiyatlarını arttırdığı belirlenmiştir.

Piyasaların, hisse bölünme ilanlarına olumlu bir şekilde tepki verdiğine dair bir fikir birliği olsa da, neden bölünme duyurusu etrafında anormal kazançların var olduğu konusunda bir mutabakat yoktur (Chen, Nguyen ve Singal, 2011:2454-2467).

Bazı araştırmacılar, yöneticilerin yatırımcılara özel bilgileri açıklamak için hisse bölünmelerini kullandığını savunur. Brennan ve Hughes (1991), Ikenberry ve diğerleri (1996), Ikenberry ve Ramnath (2002) ve Hwang ve diğerleri (2008) bilgi hipotezini doğrulayan deliller bulmuştur. İşlem performansı ve anormal hisse getirilerinin devam etmesi, sinyali destekleyen başka delillerdir. Ayrıca Ikenberry ve Ramnath (2002) kazançların, bölünme ilanının yapıldığı yıl içinde arttığını bulmuştur.

Diğer araştırmacılar bölünmelerin sadece hisseleri daha pazarlanabilir yapmak için tasarlandığına inanırlar. Lin ve diğerleri (2009) şirketlerin bilgi sahibi olmayan yatırımcıları ortaklığa katılması konusunda etkilemek için hisse bölünmesini kullandığını öne sürmektedir. İşlem yapmamayla ilgili olasılık hesaplarının hisse bölünmelerinden sonra önemli ölçüde düştüğünü ve bu düşüşün likiditesi kötü olan hisselerde daha fazla olduğunu bulmuşlardır. Hisse bölünmesinden sonraki işlem maliyetindeki düşüşün sinyal hipotezi ile tutarsız olduğu sonucuna varmışlardır.

Chen, Nguyen ve Singal (2011) tarafından yapılan hisse bölünmelerinin bilgi içeriğini içeren çalışmalarında; Badrinath ve Whal (2002) ve Sias ve diğerleri (2006) tarafından geliştirilen bir hissese giren ve çıkan kurumların sayısına dayanan sahiplik derinliğini kurumsal güven ölçeği olarak almışlardır. Hisse bölünmelerini bilgi (sinyal) hipotezi ve pazarlanabilirlik yaklaşımları çerçevesinde regresyon analizi ile

değerlendirmişlerdir. Her iki yaklaşımında hisse bölünmelerinin hem gelecekteki hisse performansı hem de şirket performansı konusunda bilgi içerdiğini öne sürmüşlerdir. Bölünmeden sonra kurumsal ilginin arttığı hisselerin diğer hisselerle göre daha iyi performans gösterdiğini, kurumsal ilgide küçük çaplı artış olan bölünmelerin herhangi bir olumlu gelecek anormal hisse kazanç performansı veya olumlu gelecek kazanç performansı sergilemediğini ifade etmişlerdir. Aslında, kurumsal yatırımcıların şirketlerin gelecekteki şirket performanslarını tahmin edebildiğini tespit etmişlerdir.

Malhotra, Thenmozhi ve Gopaldaswamy (2013) bedelsiz ve bedelli hisse ihraç ilanı dönemindeki anormal getirileri etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Bu çalışmada, kümülatif anormal getirileri etkileyen faktörlerin etkileri iki periyotta incelenmiştir: ilki ilan gününden önceki ve sonraki gün ve ikincisi de ilan gününden önceki ve sonraki 20 gün. Hisse senedi ihraç ilanı durumunda, bir şirketin anormal getirilerini etkileyen faktörlerin seçimini temel olarak hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler bağlamındaki önceki çalışmalara dayandırmışlardır. Literatürde, hisse ilanının yanı sıra bir şirketin hisse getirilerini etkileyen çeşitli şirkete özgü, hisse senedine özgü, endüstriye özgü ve ülkeye özgü faktörler olduğunu gözlenmiştir. Şirketlerin nitelikleri, anormal getirilerindeki dalgalanmanın seviyesini belirler ve şirket büyüklüğü, hisse miktarı, temettü getirisi, araştırma ve geliştirme, maddi olmayan duran varlık değeri, piyasa değeri, piyasa-defter değer oranı, sermaye yoğunluğu, toplam pasifler, hisse senedi ve kaldıraç getirisi gibi parametreleri içermektedir. Yaptıkları çalışmada şu değişkenler kullanılmıştır: Hisse Senedi Büyüklüğü (ISSUE), Ön Piyasa Koşulları (PRECAR), Endüstri Türü (IT), Teminatlı Varlıkların Değeri (VCA), Hisse Senedi

Getirisi (ROE), Fiyat-Kazanç Oranı (PE), Piyasa değeri (MCAP), Faaliyet Kaldırıcı (OPLEV), Borç-Öz kaynak Oranı (DE) ve Hisse Getirilerinin Oynaklığı (VSR).

Malhotra ve arkadaşları çalışmalarının sonucunda, piyasa koşullarının ve endüstri türünün anormal getiriler üzerinde etkisi olduğunu ve bedelsiz hisse ihraç oranının getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını belirtmektedirler. Bedelli hisse ihraç ilanları için, ihraç büyüklüğü ve piyasa koşullarının getiriler üzerinde anlamlı bir etkisi vardır sonucuna ulaşmışlardır. Şirket büyüklüğü, faaliyet kaldırıcı, borç/öz kaynak oranı ve hisse getirilerinin oynaklığı, bedelsiz hisse ilan zamanındaki hisse getirileri üzerinde anlamlı etkisi olan diğer şirketle alakalı faktörler olarak tespit edilmiştir. Bedelli hisse ihracı için ise, getiriler üzerinde olumlu etkisi olan anlamlı şirketle alakalı faktör sadece şirket büyüklüğü olarak bulunmuştur.

6. SERMAYE ARTIRIMINI ETKİLEYEN ŞİRKETE ÖZGÜ FAKTÖRLERİN BELİRLENMESİ VE BORSA İSTANBUL (BİST) SANAYİ ENDEKSİ ŞİRKETLERİNDE BİR UYGULAMA

Borsa İstanbul sanayi endeksinde yer alan sanayi şirketlerinin şirkete özgü finansal oranları kullanılarak, sermaye artırımı kararları ve sermaye artırımı şekilleri arasındaki ilişki incelenecektir. Bu amaç doğrultusunda sanayi endeksinde yer alan şirketlerle ilgili veriler toplanmış ve panel veri analizi yöntemi kullanılarak analize tabii tutulmuştur.

6.1. BORSA İSTANBUL VE SANAYİ ENDEKSİ HAKKINDA GENEL BİLGİ

Borsa İstanbul A.Ş. borsacılık faaliyetleri yapmak üzere 30 Aralık 2012 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 138. maddesi uyarınca kurulmuştur. Daha önce İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ve İstanbul Altın Borsası ayrı olarak faaliyette bulunurken 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu gereğince İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Altın Borsası Borsa İstanbul altında birleşmişlerdir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ise 5 Ağustos 2013'te Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası ile birleşmiştir⁸.

Borsa İstanbul'un başlıca amacı ve faaliyet konusu; "Kanun hükümleri ve ilgili mevzuat çerçevesinde, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile

⁸ T.C. Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor-2013, http://pbk.tbmm.gov.tr/dokumanlar/2013_yillik_ekonomik_rapor.pdf, Erişim tarihi 28.05.2014

kıymetli taşların ve Sermaye Piyasası Kurulunca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabildiğini sağlamak, bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandırarak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları veyahut borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işlerdir."

Borsa İstanbul Piyasaları beş ana grupta teşkilatlanmıştır:

- Pay Piyasası, çok farklı endüstriyel sektörlerden halka açık şirketlerin işlem gördüğü Borsa İstanbul Pay Piyasası, yerli ve yabancı yatırımcılar için likit, şeffaf ve güvenli yatırım ortamı sağlamaktadır.
- Gelişen Şirketler Piyasası (GİP), borsa kotasyon şartlarını sağlayamayan, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin menkul kıymetlerinin işlem görebileceği piyasadır.
- Borçlanma Araçları Piyasası (BAP), Borçlanma Araçları Piyasası hem kesin alım-satım işlemleri hem de repo-ters repo işlemleri için tek organize piyasadır.
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP), Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda pay senedine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir.

- Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası, Kıymetli Madenler ve Taşlar Piyasası'nda Kıymetli Madenler, Kıymetli Madenler Ödünç, Elmas ve Kıymetli Taş; alt piyasaları yer almaktadır.

Borsa İstanbul'da farklı endeks türleri de hesaplanmaktadır. Bunlar:

- BIST Pay Endeksleri
- BIST BAP Endeksleri
- BIST Risk Kontrol Endeksleri
- Uluslararası Endeksler (GT-30 Endeksi)

BIST Pay Endeksleri, Borsa İstanbul'da işlem gören payların gruplar halinde ortak performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. 1996 yılı sonuna kadar sadece İMKB 100, Mali ve Sınai sektör endeksleri hesaplanmakta iken, 1997 yılı başından itibaren sektör ve alt sektör endeksleri hem fiyat hem de toplam getiri olarak hesaplanmaya başlanmıştır.

BIST Sınai endeksi (XUSIN) 1990 yılından itibaren hesaplanırken, 1996 yılından itibaren (XGIDA) Gıda, İçecek, (XTEKS) Tekstil, Deri, (XKAGT) Orman, Kağıt, Basım, (XKMYA) Kimya, Petrol, Plastik, (XTAST) Taş, Toprak, (XMANA) Metal Ana, (XMESY), Metal Eşya, Makine ve 2013 yılından itibaren de (XMADN) Madencilik şeklinde alt sektörler olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 7. BİST Pay Piyasası Hesaplanan Endeksler

KOD	ENDEKS	BAŞLANGIÇ DEĞERİ
XU100	BIST 100	Ocak 1986 = 1
X100S	BIST 100 AĞIRLIK SINIRLAMALI	29.11.2013 = 75.748,27
XA100	BIST 100 AOF	28.06.2013 = 76.294,51
XU050	BIST 50	28.12.1999 = 15.208,78
XU030	BIST 30	27.12.1996 = 976
X030S	BIST 30 AĞIRLIK SINIRLAMALI	29.11.2013 = 92.364,08
XA030	BIST 30 AOF	28.06.2013 = 92.705,75
XBN10	BIST 10 BANKA	31.12.2009 = 119.536,52
XYUZO	BIST 100-30	31.12.2008 = 26.864,07
XTM25	BIST TEMETTÜ 25	30.06.2011 = 63.269,40
XTMTU	BIST TEMETTÜ	30.06.2011 = 63.269,40
XKURY	BIST KURUMSAL YÖNETİM	29.08.2007 = 48.082,17
XHARZ	BIST HALKA ARZ	26.04.2010 = 59.043,16
XUTUM	BIST TÜR	27.12.1996 = 976
XTUMY	BIST TÜR-100	31.12.2008 = 26.864,07
XULUS	BIST ULUSAL	31.12.2010 = 65.912,91
XKOBI	BIST KOBİ SANAYİ	29.11.2013 = 69.229,43
XUSIN	BIST SİNAİ	31.12.1990 = 32,56
XGIDA	BIST GIDA, İÇECEK	27.12.1996 = 1.046
XTEKS	BIST TEKSTİL, DERİ	27.12.1996 = 1.046
XKAGT	BIST ORMAN, KAĞIT, BASIM	27.12.1996 = 1.046
XKMYA	BIST KİMYA, PETROL, PLASTİK	27.12.1996 = 1.046
XTAST	BIST TAŞ, TOPRAK	27.12.1996 = 1.046
XMANA	BIST METAL ANA	27.12.1996 = 1.046
XMESY	BIST METAL EŞYA, MAKİNA	27.12.1996 = 1.046
XMADN	BIST MADENCİLİK	01.02.2013 = 66.030,18
XUHIZ	BIST HİZMETLER	27.12.1996 = 1.046
XELKT	BIST ELEKTRİK	27.12.1996 = 1.046
XULAS	BIST ULAŞTIRMA	27.12.1996 = 1.046
XTRZM	BIST TURİZM	27.12.1996 = 1.046
XCRT	BIST TİCARET	27.12.1996 = 1.046
XILTM	BIST İLETİŞİM	24.07.2000 = 13.719,88
XSPOR	BIST SPOR	31.03.2004 = 20.190,83
XINSA	BIST İNŞAAT	01.02.2013 = 50.281,98
XUMAL	BIST MALİ	31.12.1990 = 32,56
XBANK	BIST BANKA	27.12.1996 = 914
XSGRT	BIST SİGORTA	27.12.1996 = 914
XFINK	BIST FİN. KİR. FAKTÖRİNG	27.12.1996 = 914
XHOLD	BIST HOLDİNG VE YATIRIM	27.12.1996 = 914
XGMYO	BIST GAYRİMENKUL Y.O.	28.12.1999 = 21.180,77
XARKU	BIST ARACI KURUMLAR	01.02.2013 = 117.715,15
XUTEK	BIST TEKNOLOJİ	30.06.2000 = 14.466,12

XBLSM	BIST BİLİŞİM	30.06.2000 = 14.466,12
XYORT	BIST MENKUL KIYM.Y.O.	27.12.1996 = 976
XIKIU	BIST İKİNCİ ULUSAL	27.12.1996 = 976
XSADA	BIST ADANA	31.12.2008 = 26.864,07
XSANK	BIST ANKARA	31.12.2008 = 26.864,07
XSANT	BIST ANTALYA	31.12.2008 = 26.864,07
XSBAL	BIST BALIKESİR	12.05.2011 = 66.535,13
XSBUR	BIST BURSA	31.12.2008 = 26.864,07
XSDNZ	BIST DENİZLİ	05.07.2012 = 61.972,14
XSIST	BIST İSTANBUL	31.12.2008 = 26.864,07
XSIZM	BIST İZMİR	31.12.2008 = 26.864,07
XSKAY	BIST KAYSERİ	31.12.2008 = 26.864,07
XSKOC	BIST KOCAELİ	31.12.2008 = 26.864,07
XSKON	BIST KONYA	04.12.2012 = 75.522,65
XSTKR	BIST TEKİRDAĞ	31.12.2008 = 26.864,07

Kaynak: <http://borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri>, Erişim tarihi:28.05.2014

BIST BAP Endeksleri, sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları kıymetlerin fiyat ve getirilerindeki gelişmeleri basit ve anlaşılabilir göstergeler yardımı ile izleyebilmelerini sağlamayı amaçlamaktadır. Üç grupta endeks hesaplanıp yayınlanmaktadır.

- BIST BAP Fiyat Endeksleri,
- BIST BAP Performans Endeksleri,
- BIST BAP Portföy Performans Endeksleri.

BIST BAP Fiyat Endeksleri sadece piyasa faiz oranlarının değişmesinden kaynaklanan fiyat değişimi hakkında fikir verirken, BIST BAP Performans Endeksleri hem faiz oranlarındaki değişim, hem de vadeye kalan gün sayısındaki değişimden kaynaklanan fiyat dalgalanmalarını esas alarak toplam getiri hakkında fikir vermektedir. BAP Endeksleri Borçlanma Araçları Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı'nda Türk Lirası

cinsinden iskontolu DİBS'lerde aynı gün valörüyle gerçekleşen işlemlerin ağırlıklı ortalama getirilerinden hesaplanan karakteristik vadelerdeki fiyatlar kullanılarak her işlem günü sonunda hesaplanmaktadır. Bunlara ilave olarak, Repo-Ters Repo Normal Emirler Pazarı'nda aynı gün valörlü olarak günlük vadede (O/N) gerçekleşen ve tescil edilen işlemlerin ağırlıklı ortalama net günlük getirileri kullanılarak bir de BIST BAP Repo Endeksi hesaplanmaktadır.

Farklı sınıflardaki yatırım araçlarına yatırım yaparak daha iyi bir portföy çeşitlendirmesi elde etme prensibini temel alan Borsa İstanbul, yatırımcılara yüksek volatiliteden korunmak için Risk Kontrol Endeksleri'ni 21 Mayıs 2014 tarihinde hesaplamaya başlamıştır. Buna göre, Risk Kontrol Endeksleri bir pay endeksi (örneğin BIST 30 veya BIST 100) ve bir para piyasası aracı (BIST Repo Endeksi) olmak üzere iki farklı sınıftaki yatırım aracını içermektedir. Pay endeksinin portföy içindeki ağırlığı gerçekleşen volatiliteye göre günlük olarak değiştirilmekte ve böylece endeks portföyünün volatilitenin hedef volatiliteden sapması engellenmektedir. BIST Risk Kontrol Endeksleri, BIST 30 ve BIST 100 endeksleri için ve %10, %15, %20, %25 ve %30 hedef risk seviyelerine göre ayrı ayrı hesaplanırken ayrıca endeksler Getiri ve Toplam Getiri olmak üzere iki farklı tipte hesaplanmaktadır⁹.

Uluslararası Endeksler, Borsa İstanbul, Atina Borsası (ATHEX) ve STOXX Ltd. işbirliği ile oluşturulan ve kısa adı "GT-30" olan Türk-Yunan Ortak Endeksi, borsa yatırım fonları dahil yeni finansal ürünlere temel oluşturmak ve böylece piyasa katılımcılarına, Borsa İstanbul ve ATHEX'de işlem gören paylara daha düşük

⁹ <http://borsaistanbul.com/duyurular/2014/05/22>. Erişim tarihi 28.05.2014

maliyetlerle yatırım yapma imkanı sağlamak amacıyla oluşturulmuş özel bir endekstir. Her iki piyasada işlem gören ve toplam piyasa değeri en yüksek paylar arasından seçilen 15'er paydan oluşan endeks, STOXX Ltd. tarafından bağımsız olarak hesaplanmaktadır. Endeks, içeriğindeki payları bakımından yılda iki kez (Mart ve Eylül aylarında), payların endeksteki ağırlıkları bakımından ise yılda dört kez (Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarında) gözden geçirilmektedir. GT-30 Endeksi hem Fiyat hem de Getiri Endeksi olarak, hem TL hem de EURO para birimleri bazında hesaplanmaktadır.

6.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Sermaye piyasaları içinde önemli bir yer tutan BIST'da işlem gören şirketlerin sermaye artırımları kimi zaman bedelli, kimi zaman bedelsiz kimi zaman da hem bedelli hem de bedelsiz şekilde yapılmaktadır. Bazen de sermaye artırımını beklenildiği halde yapılmamaktadır. Sermaye artırım kararlarının duyurulmasının öncesinde ve sonrasında, gerek aşağı yönlü gerekse yukarı yönlü hızlı ve aşırı fiyat hareketlerine neden olan, normalden uzaklaşma durumu olarak ifade edilen “anomaliler” gerçekleşmektedir. Sermaye artırımlarının hisse fiyatlarına üzerine etkisini inceleyen pek çok çalışma yapılmıştır. Ancak sermaye artırımlarının şeklini ve miktarını etkileyen şirkete özgü faktörlerin belirlenmesine yönelik bir çalışma bulunmamaktadır. Çalışmanın amacı, sermaye artırım kararlarını etkileyen şirkete özgü faktörlerin belirlenmesidir. Bu bağlamda bir çalışmanın olmaması ve çalışmadan elde edilen bulguların bireysel ve kurumsal yatırımcıların portföy oluşturma sürecine katkı sağlayabilecek olması ise çalışmanın önemini artırmaktadır.

6.3. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ

Araştırmanın veri setini, 2001 ve 2002 yıllarındaki finansal krizlerin etkisinden kurtulmak amacı ile 2003-2013 yılları arasında sürekli olarak BIST Sanayi Endeksi içerisinde yer alan, finansal raporlarını tam olarak beyan etmiş 126 şirkete ait finansal oranlar ve bu şirketlerin yılsonu hisse kapanış fiyatları oluşturmaktadır. Analizde kullanılacak veriler dönem sonu kapanış değerleri ile yıllık olarak alınmıştır. Veriler ikincil kaynak olarak www.imkb.gov.tr, www.kap.gov.tr ve www.finet.com.tr (FINNET Elektronik Yayıncılık Data İletişim San.Tic.Ltd.Sti.) adreslerinden sağlanmıştır.

Çalışmada şirkete özgü 14 bağımsız değişken ve 3 nitel bağımlı değişken kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda değişkenler analizde kullanılacak kısaltmaları ve hesaplanma yöntemleri ile birlikte verilmiştir.

Tablo 8. Kullanılan Değişkenler Tablosu

Bağımsız Değişkenler	X1	NO	Hazır Değerler + Menkul Kıymetler/Kısa Vadeli Yab. Kay.
	X2	FKO	Piyasa Değeri / Net Kar
	X3	PDDD	Piyasa Değeri / Defter Değeri
	X4	DSHKF	Dönem sonu Hisse Kapanış Fiyatı
	X5	DURVTA	Duran Varlıklar/Toplam Aktif
	X6	TBTA	Toplam Borç/Toplam Aktif
	X7	FVKTA	Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Toplam Aktif
	X8	FVKAMORTTA	Faiz ve Vergi Öncesi Kar+Amortismanlar/Toplam Aktif
	X9	ODSERZK	Ödenmiş Sermaye/Özsermaye
	X10	KVYKZK	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Özsermaye
	X11	UVYKZK	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Özsermaye
	X12	TBZK	Toplam Borç/Özsermaye
	X13	EFKSAT	Esas Faaliyet Karı/Satışlar
	X14	FKSAT	Faaliyet Karı/Satışlar
Bağımlı Değişkenler	Y1	SA1	0 Sermaye artırımını yok. 1 bedelli sermaye artırımını var
	Y2	SA2	0 Sermaye artırımını yok. 1 bedelsiz sermaye artırımını var
	Y3	SA3	0 Sermaye artırımını yok. 1 sermaye artırımını var

Sermaye artırımını etkileyen şirkete özgü faktörlerle ilgili çalışma olmaması, sermaye artırım kararının, sermaye yapısı kararı ile olan yakın ilişkisi nedeni ile şirketlerin finansal yapısını temsil eden likidite, borsa, mali yapı ve karlılık oranlarından oluşan bir veri seti oluşturulmuştur.

6.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Çalışmada, 2003-2013 yılları arasındaki 11 yıllık dönemde BIST sanayi endeksindeki 126 şirketin sermaye artırımlarını etkileyen şirkete özgü faktörleri belirlemek için nitel bağımlı değişkenlerden oluşan veri seti nedeni ile Panel Logit modeli yönteminden yararlanılmıştır. Analizin gerçekleştirilmesinde Stata12 programı kullanılmıştır.

Ekonometrik araştırmalarda üç çeşit veri türünden söz edilebilir: Zaman serisi, yatay kesit veri ve panel veri. Panel Veri yöntemi, bireyler, ülkeler, şirketler, hane halkları, vb. yatay kesit (cross-section) gözlemlerinin belli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilmesi olarak tanımlanabilir (Tatoğlu, 2012a:2).

Yalnızca zaman serisi ya da yalnızca yatay kesit verileri ile çalışmanın yeterli olmadığı durumlarda, panel veri her iki tür veri ile beraber çalışma olanağı vermektedir. Bu açıdan panel veri, belirli bir zaman periyodu boyunca yatay kesit gözlemlerinin birleştirilmesi anlamına gelmektedir (Baltagi, 2005:1).

Balestra (1992), Nerlove ve Balestra (1992), Hsiao (2003) ve Baltagi (2005), panel veri yönteminin üstünlüklerini şu şekilde sıralamaktadırlar:

- Panel veri, zaman boyunca bireyler, şirketler, ülkeler vd. ile ilgili olduklarından bu birimlerde bir heterojenliğin var olması kesin gibidir. Panel veri tahminteknikleri, açık bir şekilde bu tür heterojenlikleri kesite özgü bazı değişkenlere izin vererek hesaba katabilmektedir.
- Panel veri yöntemi kesit ve zaman serisi gözlemlerini birleştirdiğinden gözlem sayısı daha fazladır.
- Panel veri değişkenler arasında daha az çoklu bağlantı (multicollinearity) sorunu oluşturur.
- Kısa zaman serisi ve/veya yetersiz kesit gözleminin var olduğu durumlarda da ekonometrik analiz yapılmasına imkan verir.
- Panel verinin zaman boyutu da olduğundan dinamik bir modelin kurulmasına olanak sağlaması,
- İhmal edilmiş değişkenlerden kaynaklanan problemlerin ve tahmin sapmalarının azaltılmasına imkan tanınması,
- Sadece yatay kesit verisi ya da sadece zaman serisi verisinden daha karmaşık davranışsal modellerin oluşturulması ve test edilmesi.

Panel veriler dengeli ve dengesiz panel şeklinde sınıflandırılmaktadır. Dengeli panel (balanced panel) Panel veri setinin her bir yatay kesit için eşit uzunlukta zaman serisi içermesi durumu, dengesiz panel (unbalanced panel) Zaman serisi uzunlukları yatay kesitten yatay kesite değişmesi durumu olarak açıklanabilmektedir (Tatoğlu, 2012a:2). Bu açıdan bakıldığında araştırmancının veri seti dengeli panel olarak değerlendirilmektedir.

Ekonometrik model analizlerde sadece sayıyla ifade edilebilen gelir, fiyat, maliyet gibi nicel değişkenler kullanılmamakta; cinsiyet, öğrenim, medeni durum gibi

nitel değişkenler de modele alınmakta ve kullanılmaktadırlar. Nitel bağımlı değişken, var-yok, olumlu-olumsuz, evet-hayır gibi iki değer alıyorsa bu gibi modellere “iki durumlu tercih modelleri” (*binary choice*) adı verilmektedir. (Demirhan, 2008:95). Çoklu tercih barındıran nitel bağımlı değişkenli modeller de söz konusudur. Multinomial modeller olarak ifade edilen bu modellerde, Katılıyorum-Kararsızım-Katılmıyorum, İyi-Orta-Kötü gibi bağımlı değişken tercih seçeneklerinin birbirinden bağımsızdır ve kişiler bağımlı tercih seçeneklerinden kendi tercihlerine en iyi karşılık geleni seçerler. İkili tercih modellerinin basit bir genelleştirilmesi ile elde edilirler (Ün, 2006:45).

İki durumlu tercih modelleri içinde doğrusal olasılık modeli, probit modeli ve logit modeli yer almaktadır. Nitel bağımlı değişkenli modellerde değişkenler arasındaki ilişkileri açıklamakta, doğrusal model kullanılması doğru sonuç vermeyebileceğinden, doğrusal olmayan modellerle çalışılması gerekmektedir. Doğrusal olmayan modellerle çalışılırken modelin hata terimlerinin dağılımına ilişkin bir eğrinin seçimi söz konusu olacaktır. Logit modeli, doğrusal olmayan bir fonksiyon üzerinden, herhangi i. bireyin bağımlı değişkenin tercihlerinden birini seçme olasılığını kümülatif lojistik olasılık fonksiyonuna dayalı olarak tanımlamaktadır (Ün, 2006:21). Bu nedenle çalışmada panel logit modeli'nin kullanılmasına karar verilmiştir.

6.4.1. Betimleyici İstatistikler

Analizin başlangıcında, öncelikle 126 şirketin 11 yıllık verilerden oluşan 1386 gözlemin betimleyici istatistiklerine bakılmıştır. Analizin ilerleyen kısmında modelleri yorumlarken kullanmak üzere aşağıdaki tablolar hazırlanmıştır.

Tablo 9. Kullanılan Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri

DEĞİŞKEN	GÖZLEM SAYISI	ORTALAMA	STANDART SAPMA	MİN	MAX
NO	1386	59,71280	1,325169	0	14,97
FKO*	1386	32,74364	173,7683	0	3665,4
PDDD*	1386	1,757468	3,063207	0	64,77
DSHKF*	1386	21,56561	114,3583	0,18	2495
DURVTA	1386	49,89797	17,94295	4,98	98,71
TBTA	1386	43,05161	24,70098	2	293,98
FVKTA	1386	5,716342	12,86983	-279,82	59,45
FVKAMORTTA	1386	10,53732	27,96639	-276,28	908,19
ODSERZK	1386	49,41891	69,22771	-521,06	1304,52
KVYKZK	1386	82,05159	160,7534	-1035,21	3085,12
UVYKZK	1386	26,94306	96,02860	-1877,46	1810,91
TBZK	1386	108,9948	235,1273	-2912,67	3888,92
EFKSAT	1386	4,057258	30,06762	-532,42	56,76
FKSAT	1386	7,171436	97,46895	-769,85	3245,42

*FKO, PDDD ve DSHKF değişkenleri dışındaki değişkenlerin ortalama değerleri % şeklinde verilmiştir.

Tablo 10. Sermaye Artırım Şekline Göre Değişkenlerin Ortalama Değerleri

DEĞİŞKENLER	SERMAYE ARTIRIM ŞEKLİ			
	YOK	BEDELLİ	BEDELSİZ	VAR
NO	59,74	45,12	66,23	56,65
FKO*	32,73	16,37	81,83	49,10
PDDD*	1,74	2,14	2,05	2,10
DSHKF*	22,60	9,96	15,67	12,82
DURVTA	49,51	62,72	54,49	58,61
TBTA	43,26	46,06	37,32	41,69
FVKTA	5,69	2,27	5,95	4,11
FVKAMORTTA	10,59	5,57	10,56	8,07
ODSERZK	48,48	91,99	40,88	66,44
KVYKZK	82,61	93,30	55,5	74,40
UVYKZK	26,35	54,3	22,66	38,48
TBZK	108,96	147,60	78,16	112,88
EFKSAT	3,97	-1,7	5,59	1,95
FKSAT	7,28	-5,58	6,69	0,56

*FKO, PDDD ve DSHKF değişkenleri dışındaki değişkenlerin ortalama değerleri % şeklinde verilmiştir.

Çalışmaya konu olan tüm yıllar ve şirketler için sermaye artırım şekline göre 14 bağımsız değişken için ortalamaların hazırlandığı Tablo.11 ile Tablo.10 karşılaştırıldığında önemli farklılıklar göze çarpmaktadır. NO değişkeni bir önceki tabloda 0,60 ortalamaya sahipken; bedelli sermaye artırımını yapan şirketlerde bu oranın 0,45 düzeyinde, bedelsiz sermaye artırımını yapan şirketlerde ise 0,66 olduğu görülmektedir.

FKO değişkenine bakıldığında, ortalama değeri 32,73 den düşük olan şirketlerin bedelli sermaye artırımını yaptığı görülmektedir. FKO'su 81,83 gibi ortalama değer in üstünde olanlar ise bedelsiz sermaye artırımına yönelmektedir.

DURVTA değişkeni açısından ise bedelli sermaye artırımını yapan şirketlerin ortalama değerinin 62,72 düzeyinde olduğu belirlenmiştir. Bu durum şirketlerin duran varlıklarını artırmak için bedelli sermaye artırımına yöneldiği şeklinde yorumlanabilir.

Mali yapı değişkenleri olan ODSERZK, KVKZK, UVKZK, TBZK ve TBTA incelendiğinde ortalama değer in üstünde olan şirketlerin bedelli sermaye artırımını yapmayı tercih ettikleri ortaya çıkmaktadır.

Karlılık oranları açısından bakıldığında, EFKSAT ve FKSAT değişkenlerinin negatif değer aldığı durumda şirketlerin bedelli sermaye artırımını yaptıkları söylenebilir.

Sermaye artırım şekline göre ortalama değerlerin yer aldığı, 14 değişkene ait 5'er yıllık periyodlar halinde (2003-2008-2013) hazırlanan tablo aşağıda verilmiştir. Sözü edilen bu üç dönem için değerlendirme yapıldığında bir önceki tabloya benzer görünüm ortaya çıkmaktadır.

Tablo 11. Sermaye Artırım Şekline Göre Değişkenlerin Yıllar Bazında Ortalamaları

Yıllar	Sermaye Artırımı	NO	FKO	PDDD	DSHKF	DURVTA	TBTA	FVÖKTA	FVÖKAMORTTA	ÖDSERZK	KVYKZK	UVYKZK	TBZK	EFK/AT	FKSAT
2003	Yok	0.42	34.99	1.03	33.95	54.73	41.2	6.12	20.13	54.17	64.06	22.02	86.08	2.52	1.93
	Bedelli	0.43	4.78	0.99	9.11	62.28	52.45	6.52	9.76	131.83	110.46	37.68	148.15	5.24	-1.01
	Bedelsiz	0.44	12.56	1.19	5.81	57.52	29.99	7.61	14.22	55.14	35.4	13.73	49.13	6.77	10.06
	Var	0.44	8.67	1.09	7.46	59.90	41.22	7.07	11.99	93.49	72.93	25.71	98.64	6.01	4.53
2004	Yok	0.53	13.94	1.24	17.61	52.87	40.45	7.15	12.54	42.89	69.2	20.59	89.79	4.99	3.76
	Bedelli	0.14	7.77	1.4	11.7	51.72	38.37	13.19	15.44	39.12	54.98	7.31	62.29	10.42	9.28
	Bedelsiz	0.66	21.58	1.8	13.43	51.59	35.42	8.07	14.06	56.97	57.13	20.51	77.64	6.76	7.02
	Var	0.4	14.68	1.60	12.57	51.66	36.90	10.63	14.75	48.05	56.06	13.91	69.97	8.59	8.15
2005	Yok	0.63	29.32	1.78	33.81	51.85	40.52	7.32	14.3	39.18	58.44	21.67	80.11	6.77	6.76
	Bedelli	0.01	0	2.47	2.78	74.86	58.28	2.63	6.59	141.73	241.86	61.78	303.64	-6.59	-9.98
	Bedelsiz	1.59	15.19	1.99	11.29	50.21	29.04	14.4	20.14	41.19	46.65	8.12	54.76	13.47	16.09
	Var	0.80	7.60	2.23	7.04	62.54	43.66	8.52	13.37	91.46	144.26	34.95	179.20	3.44	3.06
2006	Yok	0.75	20.03	1.54	31.01	48.86	41.65	11.31	15.47	38.44	60.74	22.35	83.08	5.74	3.48
	Bedelli	0.08	6.11	2.14	6.19	73.94	65.52	12.12	14.89	232.36	108.44	227.81	336.24	10.94	-5.46
	Bedelsiz	0.91	11.41	1.49	5.58	46.49	30.52	13.24	18.2	25.92	44.43	18.28	62.71	11.93	10.63
	Var	0.50	8.76	1.82	5.89	60.22	48.02	12.68	16.55	129.14	76.44	123.05	199.48	11.44	2.59
2007	Yok	0.65	45.28	1.69	27	48.79	42.1	7.37	11.27	44.75	64.98	17.56	82.54	5.2	33.68
	Bedelli	0.15	7.48	1.80	4.83	52.38	46.29	5.54	10.48	46.68	93.61	32.29	125.90	4.80	9.09
	Bedelsiz	0.36	35.57	2.60	17.23	52.23	38.41	9.45	14.88	35.18	61.83	20.42	82.25	6.56	8.93
	Var	0.26	21.53	2.20	11.03	52.31	42.35	7.50	12.68	40.93	77.72	26.36	104.08	5.68	9.01
2008	Yok	0.57	9.84	1.33	10.97	48.43	46.12	1.55	5.41	67.09	124.44	50.92	175.36	5.73	6.45
	Bedelli	0.64	0.00	1.00	0.85	69.20	48.21	-12.00	-7.90	120.19	146.74	65.61	212.34	-36.42	-47.41
	Bedelsiz	0.33	13.07	1.07	2.62	56.97	49.56	2.64	7.59	49.15	83.90	55.63	139.53	8.72	8.86
	Var	0.49	6.54	1.04	1.74	63.09	48.89	-4.68	-0.16	84.67	115.32	60.62	175.94	-13.85	-19.28

Tablo 12. Sermaye Artırım Şekline Göre Değişkenlerin Yıllar Bazında Ortalamaları (Devamı)

Yıllar	Sermaye Artırımı	NO	FKO	PDDD	DSHKF	DURVTA	TBTA	FVÖKTA	FVÖKAMORTTA	ÖDSERZK	KVYKZK	UVYKZK	TBZK	EFK/AT	FKSAT
2009	Yok	0.71	28.62	1.59	22.96	49.79	42.08	2.86	7	49.33	75.47	22.75	98.22	2.62	-0.16
	Bedelli	0.56	12.88	1.25	9.35	56.10	46.49	-1.24	3.03	71.44	107.64	48.72	156.36	-4.84	-8.06
	Bedelsiz	1.30	24.78	0.92	2.41	53.07	26.14	2.29	5.56	46.37	33.48	11.89	45.37	1.48	1.92
	Var	0.93	18.83	1.09	5.88	54.59	36.32	0.53	4.30	58.91	70.56	30.31	100.87	-1.68	-3.07
2010	Yok	0.65	35.07	2.4	20.05	48.2	42.98	5.25	8.92	48.63	75.48	11.19	86.67	5.45	8
	Bedelli	1.49	0.00	1.87	2.14	59.33	38.85	-7.73	-3.58	101.83	80.58	10.61	91.19	-17.71	-28.00
	Bedelsiz	1.16	483.54	5.56	91.68	48.65	27.63	5.04	9.72	27.28	30.64	10.51	41.14	2.43	3.21
	Var	1.33	241.77	3.72	46.91	53.99	33.24	-1.35	3.07	64.56	55.61	10.56	66.17	-7.64	-12.40
2011	Yok	0.61	18.53	2.27	18.01	45.79	45.89	6.07	9.19	50.43	103.51	29.36	132.87	4.83	15.08
	Bedelli	0.28	118.61	7.93	22.84	60.15	36.52	1.87	4.76	45.79	41.90	21.71	63.60	7.60	11.93
	Bedelsiz	0.10	235.43	3.29	7.68	59.02	46.33	-2.93	-0.95	42.83	66.43	27.14	93.57	-5.28	-3.50
	Var	0.19	177.02	5.61	15.26	59.59	41.43	-0.53	1.91	44.31	54.17	24.43	78.59	1.16	4.22
2012	Yok	0.58	65.13	2.05	16.71	48.01	45.16	5.29	8.39	48.94	87.28	28.13	115.41	0.08	-0.26
	Bedelli	0.57	22.48	2.16	39.00	57.61	35.57	7.41	10.95	6.36	29.36	27.71	57.08	9.58	9.46
	Bedelsiz	0.15	14.50	1.45	3.72	57.14	48.53	2.62	7.81	42.91	81.05	24.31	105.37	4.62	5.25
	Var	0.36	18.49	1.81	21.36	57.38	42.05	5.02	9.38	24.64	55.21	26.01	81.23	7.10	7.36
2013	Yok	0.48	59.26	2.18	16.51	47.29	47.7	2.28	3.82	49.41	125.14	43.33	168.47	-0.25	1.35
	Bedelli	0.62	0.00	0.57	0.76	72.42	40.06	-3.39	-3.12	74.53	10.73	56.11	66.84	-1.77	-2.27
	Bedelsiz	0.26	32.53	1.17	10.91	66.45	48.92	3.02	4.95	26.70	69.54	38.73	108.27	4.00	5.13
	Var	0.44	16.27	0.87	5.84	69.44	44.49	-0.19	0.92	50.62	40.14	47.42	87.56	1.12	1.43

Tablo 13. Kullanılan Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayısı Değerleri

	NO	FKO	PDDD	DSHKF	DURVTA	TBTA	FVKTA	FVKATA	DSERZK	KVYKZK	UVYKZK	TBZK	EFKSAT	FKSAT
NO	1													
FKO	-0,0251	1												
PDDD	0,0401	0,1072	1											
DSHKF	0,1155	0,043	0,1946	1										
DURVTA	0,0205	-0,0126	-0,0971	-0,0081	1									
TBTA	-0,4188	0,0267	0,1148	-0,1041	-0,2156	1								
FVKTA	0,2754	-0,0381	0,0037	0,0915	-0,0911	-0,4333	1							
FVKATA	0,1154	-0,0248	0,0008	0,0456	0,0117	-0,2123	0,4664	1						
DSERZK	-0,0721	0,0264	0,1802	-0,1013	-0,0128	0,1269	-0,1852	-0,1003	1					
KVYKZK	-0,1599	0,0172	0,5154	-0,0322	-0,179	0,3654	-0,1523	-0,0739	0,465	1				
UVYKZK	-0,0721	0,0064	0,2316	-0,0358	0,0376	0,1298	-0,1068	-0,0526	0,5116	0,655	1			
TBZK	-0,1388	0,0144	0,4469	-0,0367	-0,1071	0,3028	-0,1478	-0,072	0,5269	0,9512	0,8562	1		
EFKSAT	0,0444	-0,0181	-0,0434	0,0317	-0,0981	-0,0676	0,2552	0,1292	-0,1548	-0,0382	-0,0138	-0,0318	1	
FKSAT	0,3139	-0,0043	-0,0033	0,0103	0,0228	-0,1153	0,1953	0,0876	-0,075	-0,0349	-0,0182	-0,0313	0,0307	1

Değişkenler için Panel Lojit Model kurulmadan önce, değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı incelenerek, değişkenler arasındaki ilişki araştırılmıştır. Korelasyon katsayıları incelendiğinde göze arpan ilk değer; TBZK ile KVKZK arasındaki korelasyon katsayısının yüksekliği. 0,95 düzeyindeki bu yüksek korelasyon katsayısı modelde çoklu doğrusallık (multicollineratif) sorununa yol açacağından bu iki değişkenden biri model kurma aşamasında dışlanacaktır.

Çalışmada sermaye artırım kararlarını etkileyen şirkete özgü faktörlerin belirlenmesi için üç model kurulmuştur. Bunlar:

SA1= 0 sermaye artırımını yok, 1 bedelli sermaye artırımını var

SA 2= 0 sermaye artırımını yok, 1 bedelsiz sermaye artırımını var

SA 3= 0 sermaye artırımını yok, 1 sermaye artırımını var

Aşağıda kurulan bu modellerle ilgili 126 şirkete ait 11'er yıllık veriye ait 1386 gözlem sonucunda oluşan frekanslara ait tablolar verilmiştir. Tablolardan da anlaşılacağı üzere bedelli sermaye artırımları 29 adet ve %2,09 seviyesinde, bedelsiz sermaye artırımları 77 adet ve %5,56 seviyesinde iken bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarının toplamı açısından değerlendirilen sermaye artırımını 106 adet ve %7,65 seviyesinde oluşmuştur. Şirketlerin sermaye artırım kararları gözlem sayısına bakıldığında oldukça düşük düzeyde kalmaktadır.

Tablo 14. Bağımlı Değişken Frekans Tablosu

Değişken: M1= 0-yok,1-bedelli		
	Frekans	Yüzde
0	1357	98,2
1	29	2,09
Toplam	1386	100

Tablo 15. Bağımlı Değişken Frekans Tablosu

Değişken: M2 = 0-yok,1-bedelsiz		
	Frekans	Yüzde
0	1309	94,44
1	77	5,56
Toplam	1386	100

Tablo 16. Bağımlı Değişken Frekans Tablosu

Değişken: M3 0-yok,1 var		
	Frekans	Yüzde
0	1,280	92.35
1	106	7.65
Toplam	1,386	100

6.4.2. Durağanlıkların İncelenmesi

Bütün zaman serileri analizinde olduğu gibi, hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizlerinde de değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için değişkenlerin durağan olması gerekmektedir. Durağanlık, birim kök testi ile araştırılır. Panel birim kök testleri de iki guruba ayrılmaktadır. Birinci kuşak testler, birimler arasında korelasyon olmadığını varsaymaktadır. Korelasyon varsa bu testlerin gücü zayıftır. İkinci kuşak panel birim

kök testlerinin temel özelliği ise, birimlere ait seriler arasında korelasyon olduğunu varsaymaktadır (Tatoğlu, 2012b:199). Birinci Nesil Birim Kök Testlerinden en çok kullanılanlar: Levin, Lin and Chu (2002) Breitung (2000) Im, Pesaran and Shin (2003) Fisher ADF (Maddala and Wu,1999) Fisher Philips and Perron (Choi,2001) Hadri (2000). İkinci Nesil Birim Kök Testleri için ise, Bai and Ng (2004) Moon and Perron (2004) Philips and Sul (2003) Pesaran (2004) Choi (2002) Chang (2002,2004) olarak belirlenmiştir (Korkmaz ve Karaca, 2013:174).

Kullanılan serilerin durağanlıkları Fisher Tipi Birim Kök testi kullanılarak incelenmiştir. Bu test T'nin sonsuza gittiği N'in ise sabit olduğu durumlarda kullanılır. Çalışmada N sayısı 126 olup yıl sayısı ise 11'dir. Eğer bu test N'in sonsuza gittiği durumda da kullanılırsa birim kök içermeyen birim sayısı N ile aynı oranda artmalıdır. Çalışmada Fisher tipi birim kök testi kullanılmıştır. Bu testte hipotezler aşağıda görüldüğü gibidir:

H_0 : Tüm değişkenler birim kök içerir.

H_1 : En az bir değişken durağandır.

Tablo 17. Birim Kök Sınamaları

Değişken	NO	FKO	PDDD	DSHKF	DURVTA	TBTA	FVKTA
Fisher- ADF							
Yığılımlı Model							
Inverse χ^2	492,3855***	487,5706***	432,5722***	496,0158***	482,0624***	439,7553***	487,6782***
Inverse normal	-10,1843***	-10,0082***	-8,8157***	-9,9585***	-9,4115***	-8,4672***	-10,6157***
Inverse logit	-9,7922***	-9,7717***	-8,4663***	-9,9204***	-9,3616***	-8,2091***	-10,1876***
Modified inv. χ^2	10,7076***	10,757***	8,2875***	10,8693***	10,2478***	8,3633***	10,4979***
Trendli Model							
Inverse χ^2	1797,1735	855,7171***	726,737***	871,321***	1542,7858***	819,3001***	1557,0992***
Inverse normal	-14,6918***	-14,0423***	1,8039	-1,7848**	-8,0561***	0,1613	-8,8687***
Inverse logit	-37,5345***	-18,3171***	-5,5895***	-10,0982***	-26,9912***	-8,4081***	-27,6495***
Modified inv. χ^2	68,8275***	26,8917***	21,1465***	27,5867***	57,4962***	25,2696***	58,1337***
Fisher-Perron							
Yığılımsız Model							
Inverse χ^2	692,5201***	1254,1161***	465,4781***	1041,2919***	413,6334***	390,3724***	856,1879***
Inverse normal	-9,2846***	-21,0313***	-7,3381***	-12,8006***	-4,006***	-1,9379***	-14,1225***
Inverse logit	-12,8721***	-29,3231***	-7,8016***	-21,8234***	-5,063***	-3,3173***	-18,5215***
Modified inv. χ^2	19,6223***	44,6378***	9,5091***	35,1579***	7,1997***	6,1636***	26,9127***
Trendli Model							
Inverse χ^2	633,4586***	1153,5472***	492,7162***	1021,7758***	536,6425***	575,9625***	966,0868***
Inverse normal	-5,0444***	-18,7376***	-4,0929***	-9,8666***	-2,7167***	-3,1645***	-12,7566***
Inverse logit	-9,3312***	-26,7388***	-6,4498***	-19,9071***	-6,6167***	-6,9004***	-19,2388***
Modified inv. χ^2	16,9915***	40,1581***	10,7224***	34,2885***	12,679***	14,4304***	31,808***

Not: **,***; sırasıyla %5 ve %1'de istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Tüm modellerde gecikme sayısı 3 olarak alınmıştır.

Tablo 18. Birim Kök Sınamaları (Devamı)

Değişken	FVKAMORTTA	DSERZK	KVYKZK	UVYKZK	TBZK	EFKSAT	FKSAT
Fisher- ADF							
Yığılımlı Model							
Inverse χ^2	466,455***	517,7118***	409,2055***	456,3937***	420,911***	523,4737***	511,4871***
Inverse normal	-9,5292***	-9,6093***	-6,936***	-8,3431***	-7,4033***	-11,4775***	-11,1215***
Inverse logit	-9,2477***	-10,0241***	-6,7402***	-8,1496***	-7,2442***	-11,2215***	-10,817***
Modified inv. χ^2	9,5526***	11,8357***	7,0025***	9,1044***	7,5239***	12,0924***	11,5585***
Trendli Model							
Inverse χ^2	1456,1024***	1620,362***	886,6673***	1283,7267***	979,4056***	1912,7448***	1595,4355***
Inverse normal	-6,6532***	-8,9625***	-1,1183	-6,3338***	-2,1818**	-14,8295***	-11,0944***
Inverse logit	-24,5609***	-29,9954***	-11,2352***	-21,8402***	-13,7079***	-38,3032***	-30,4912***
Modified inv. χ^2	53,635***	60,9517***	28,2703***	45,9568***	32,4012***	73,9755***	59,8414***
Fisher-Perron							
Yığılımlı Model							
Inverse χ^2	799,1362***	1537,9969***	385,2383***	751,4979***	444,6463***	851,2285***	827,3507***
Inverse normal	-12,6528***	-19,1516***	-1,7554**	-7,3723***	-1,1149***	-12,8168***	-13,874***
Inverse logit	-16,4569***	-34,1916***	-2,5454***	-13,2015***	-3,0646***	-17,779***	-17,6579***
Modified inv. χ^2	24,3714***	57,2829***	5,9349***	22,2494***	8,5811***	26,6918***	25,6282***
Trendli Model							
Inverse χ^2	1093,7466***	1797,2502***	659,5174***	842,9781***	517,6897***	835,1704***	1006,438***
Inverse normal	-15,1043***	-18,4581***	-4,5929***	-6,162***	-2,6325***	-11,5775***	-14,0741***
Inverse logit	-22,9849***	-39,0047***	-9,4627***	-13,6245***	-5,673***	-16,5937***	-21,2259***
Modified inv. χ^2	37,4944***	68,8309***	18,1523***	26,3243***	11,8348***	25,9765***	33,6053***

Not: **,***; sırasıyla %5 ve %1'de istatistiksel anlamlılığı göstermektedir. Tüm modellerde gecikme sayısı 3 olarak alınmıştır.

Görüldüğü gibi PDD/DD ve KVKYK/ZK serileri için boş hipotez trendli modelde yapılan ADF tipi testte Inverse Normal test istatistiğinde reddedilememiş, KVKYK/ZK serisi için ise boş hipotez Perron tipi testte ise %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. TB/ZK değişkeni için ise ADF tipi test Inverse Normal test istatistiğinde boş hipotez %5’de reddedilmiştir. Bu değişkenler dışında kalan tüm serilerde serinin durağan olduğunu söyleyen boş hipotez %1’de reddedilmiştir. Kullanılan tüm serilerin durağan olduğu kararına ve uygulanacak modelde serilerin düzey değerlerinin kullanılması gerektiği sonucuna varılmıştır.

6.4.3. Modellerin Tahmini

Betimleyici istatistikler kısmında TBZK ile KVKYKZK arasındaki 0,95 düzeyindeki korelasyon katsayısının yüksekliğine dikkat çekilerek bu yüksek korelasyon katsayısı modelde çoklu doğrusallık (multicollineratiy) sorununa yol açacağından bu iki değişkenden birinin modelden dışlanacağı belirtilmişti. Bu aşamada TBZK değişkeninin daha açıklayıcı bir değişken olduğu düşünülerek KVKYKZK değişkeni modelden çıkartılmıştır. Daha sonra her bir bağımlı değişken için öncelikle 13 değişkenli geniş model için Rassal Etkiler ve Sabit Etkiler modelleri kurulmuştur. Kurulan bu modeller Hausman testi kullanılarak karşılaştırılmış ve iki model arasında seçim yapılmıştır. Doğru model seçildikten sonra, modeldeki anlamlı değişkenler kullanılarak, yalnızca geniş modeldeki anlamlı değişkenlerin bulunduğu Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler modelleri kurulmuştur. Geniş modeldeki Hausman testi sonucunun teyidi için bu test de ikinci kez tekrar edilmiştir.

Hausman Testi Rassal Etkiler ve Sabit Etkiler Modelleri arasında seçim yapmamızı sağlayan bir testtir (Tatoğlu, 2012a:181). Testin hipotezleri:

H_0 : Katsayılardaki farklılık sistematik değildir. Rassal etkiler modeli kullanılır

H_1 : Katsayılardaki Farklılık Sistemattir. Sabit Etkiler modelini kullanılır.

6.4.3.1. Model 1 : 0 sermaye artırımı yok, 1 bedelli sermaye artırımı var

Sermaye artırımının yapılmadığı duruma “0”, bedelli sermaye artırımının yapıldığı duruma “1” değeri verilen, nitel bağımlı değişken kullanılarak iki durumlu tercih modeline ait rassal ve sabit etkiler modelinin sınıandığı panel logit analizi çıktıları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 19. Geniş Model I - Bağımlı Değişken (SA1)

	Rassal Etkiler Modeli		Sabit Etkiler Modeli	
	Katsayı	Standart Hata	Katsayı	Standart Hata
FKSAT	-0,00073	0,0036	0,037539	0,03351
EFKSAT	-0,00017	0,007809	-0,06087	0,047654
TBZK	-0,00303	0,003014	-0,00663	0,006024
UVYKZK	0,002253	0,005078	-0,00057	0,006857
ODSERZK	0,00643*	0,003485	0,008156	0,007266
FVKAMORTTA	-0,07541	0,112968	-0,24115	0,149786
FVKTA	0,101104	0,115858	0,273804*	0,149689
TBTA	0,013146	0,014539	0,006322	0,045093
DURVTA	0,060531***	0,021482	0,114846**	0,046125
DSHKF	-0,00728	0,014992	-0,02797	0,045628
PDDD	0,141774	0,097446	0,510164	0,361512
FKO	-0,00187	0,005816	-0,0015	0,008083
NO	0,06839	0,233679	1,296668*	0,759421
Sabit	-9,83192	2,003154		
lnsig²u	1,449778	0,60334		
sigma_u	2,064501	0,622798		
rho	0,564373	0,148335		
Wald Ki-Kare(13)		13,70	LR Ki-Kare(13)	24,94**
Log likelihood		-103,81778	Log likelihood	-37.144339
Likelihood-ratio test		16,78***		
Hausman Test: Ki-Kare(13) 8,50				

Not: *, **, ***; sırasıyla %10, %5 ve %1'de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Kurulan geniş model iki model arasında seçim yapmak ve anlamsız değişkenleri dışlamak amacıyla kurulduğundan dolayı bu aşamada yalnızca Hausman Testi yorumlanacak ve anlamlı olan katsayılar belirlenecektir. Rassal Etkiler ve Sabit Etkiler modelleri arasında seçim yapmak amacıyla kullanılan Hausman Testi'nden önce, Rassal Etkiler ve sıradan lojit modeli arasında tercih yapmak amacıyla Likelihood-ratio (olabilirlik oranı) test istatistiği kullanılır. Bu test istatistiği u artık terimi göstermek üzere¹⁰:

$$\ln \sigma_u^2 : \ln(\sigma_u^2)$$

$$\sigma_u = \sigma_u$$

$$\rho = \sigma_u^2 / (\sigma_u^2 + \sigma_e^2)$$

formülü ile hesaplanan rho katsayısının sıfıra eşitliğini sınamaktadır. Bu katsayının sıfıra eşitliği şirketler arasında artıklarda bir değişkenlik olmadığını göstermektedir. Eğer boş hipotez reddedilirse Rassal Etkiler lojit modeli sıradan lojit modeline tercih edilir şeklinde yorumlanır (Tatoğlu, 2012a:168). Görüldüğü gibi boş hipotez reddedilmiş yani Rassal etkiler modeli sıradan lojit modeline yeğlenmelidir.

Görüldüğü gibi Hausman Testi sonucunda boş hipotez reddedilememiştir. Bu durumda kullanılması gereken model Rassal Etkiler modelidir. Rassal etkiler modelinde ODSERZK değişkeninin %5'de, DURVTA değişkeninin ise %1'de anlamlı olduğu görülmüştür. Tablo 20'de bu iki değişkenle kurulan model görülmektedir.

¹⁰ <http://www.stata.com/manuals13/xtxtlogit.pdf>

Tablo 20. Daraltılmış Model I - Bağımlı Değişken (SA1)

	Rassal Etkiler Modeli		Sabit Etkiler Modeli	
	Katsayı	Standart Hata	Katsayı	Standart Hata
ODSERZK	0,004329**	0,002129	0,006537	0,005142
DURVTA	0,0559032***	0,019455	0,070739**	0,032467
Sabit	-8,997625***	1,55046		
Insig2u	0,246622	2,398119		
sigma_u	1,131236	3,316997		
rho	0,280048	0,769816		
Wald Ki-Kare(13)		11,62***	LR Ki-Kare(13)	8,37**
Log likelihood		-106,39307	Log likelihood	-45,431035
Likelihood-ratio test		17,86***		
Hausman Test: Ki-Kare(13) 0,62				

Not: *, **, ***; sırasıyla %10, %5 ve %1'de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 20 yorumlanmadan önce Hausman Testi sonuçlarının bir önceki geniş model ile uyumlu olup olmadığı incelenmiştir. Görüldüğü gibi yine boş hipotez reddedilememektedir. Rassal Etkiler Modeli kullanılmalıdır. Wald Test sonuçlarına göre Rassal Etkiler Modeli'nin %1'de anlamlı olduğu görülmektedir. Katsayılar incelendiğinde ODSERZK değişkeninin %5'de, DURVTA değişkeninin ise %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu saptanmıştır. Elde edilen sonuca göre şirketlerin bedelli sermaye artırımını yapmasını etkileyen iki değişken bulunmaktadır. Bunlar; Ödenmiş Sermaye/Özsermaye ve Duran Varlıklar/Toplam Aktif değişkenleridir. Bu iki değişkenin de etkisi pozitif olarak bulunmuş, yani her iki değişkendeki artış şirketin bedelli sermaye artırımını yapma olasılığını arttırmaktadır.

Panel lojit modelinde katsayıların yorumu lojistik regresyon modelindeki katsayı yorumuna oldukça benzerdir. Katsayılar onların etkilerinin yönünü belirtecek şekilde yorumlanır fakat etkinin büyüklüğünü katsayılar vermez. Etkinin büyüklüğünü yorumlamak için bahis oranı (odss ratio) kullanılır.

Bu çalışma için odds oranı şu şekilde açıklanabilir. 0 sermaye artırımını yok, 1 ise bedelli sermaye artırımını var olarak tanımlanmıştır. Varsayalım ki bedelli sermaye artırımını olması olasılığı 0,8 olsun, bu durumda sermaye artırımını olmama olasılığı 0,2 olacaktır. Bu iki değer birbirine bölümü olan odds oranı ise 4 olur yani bedelli sermaye artırımını olmasının odds oranı 4'e1'dir. Matematiksel olarak:

$$p = 0,8$$

$$(1 - p) = q = 0,2$$

$$\text{Odds oranı} = \frac{p}{q} = \frac{0,8}{0,2} = 4$$

Bahis oranı 1' e yakın çıkan değişkenler Y' nin değişimine önemli bir katkısı olmayan değişkenlerdir. Bahis oranı incelenirken öncelikle katsayının anlamlılığına bakılmalıdır. Katsayıları anlamlı bulunmaz ise, ilgili değişkenin önemli bir etmen olmadığı sonucu çıkarılabilir. İstatistiksel olarak anlamlılık sağlandıysa, 1'den büyük bulunan bahis oranı değeri, ilgili değişkeninin önemli bir etken olduğunu gösterir. 0' a yakın çıkan bahis oranı değerleri ise, katsayının anlamlı olması şartıyla, değişkeninin önemli bir etmen olduğunu fakat Y' nin düşük değerler almasına neden olduğu, negatif bir etki sağladığı söylenebilir. (Özdamar, 1999:487)

Tablo 21'de Rassal Etkiler Modelinden elde edilen odds oranları sunulmuştur. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda ODSERZK ve DURVTA değişkenlerinin odds oranları 1'den büyük ve istatistiksel olarak anlamlı olması bu değişkenlerin önemli birer

etken odluğunu göstermektedir. Bunlar içerisinde bir birimlik değişime karşılık şirketin sermaye artırımını yapma olasılığını en çok artıran değişken, DURVTA değişkenidir.

Tablo 21. Odds Oranları I - Bağımlı Değişken (SA1)

	Rassal Etkiler Modeli	
	Odds Oranı	Standart Hata
ODSERZK	1,004338**	0,002138
DURVTA	1,057495***	0,020574
Sabit	0,000124***	0,000192
lnsig²u	1,322371	0,548861
sigma_u	1,937087	0,531596
rho	0,532834	0,136624
Wald Ki-Kare(13)	11,62***	
Log likelihood	-106,39307	
Likelihood-ratio test	17.86***	

Not: *, **,***; sırasıyla %10, %5 ve %1'de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

6.4.3.2. Model 2: 0 sermaye artırımını yok, 1 bedelsiz sermaye artırımını var

Sermaye artırımının yapılmadığı duruma “0”, bedelsiz sermaye artırımının yapıldığı duruma “1” nitel bağımlı değişkeni kullanılarak iki durumlu tercih modeline ait rassal ve sabit etkiler modelinin sınındığı panel logit analizi çıktıları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 22 incelendiğinde Hausman Testi boş hipotezinin reddedildiği, sabit etkiler modelinin geçerli olduğu saptanmıştır. Sabit etkiler modeli katsayıları incelendiğinde TBZK, ODSERZK, FVKAMORTTA, FVKTA, DSHKF ve NO değişkenlerinin %5 anlamlılık düzeyinde; DURVTA değişkeninin %1 anlamlılık düzeyinde ve PDDD değişkeninin %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Ayrıca model de %1'de anlamlıdır. Geniş modelde anlamlı olarak

bulunan Sabit Etkiler Modeli değişkenleri ile daraltılmış model kurulacaktır. Sonuçlar Tablo 23’de sunulmuştur.

Tablo 22. Geniş Model II - Bağımlı Değişken (SA2)

	Rassal Etkiler Modeli		Sabit Etkiler Modeli	
	Katsayı	Standart Hata	Katsayı	Standart Hata
FKSAT	-0,00061	0,005173	-0,01317	0,038463
EFKSAT	0,004747	0,009142	0,017944	0,049075
TBZK	-0,00379	0,002842	-0,0146**	0,006131
UVYKZK	0,004404	0,00483	0,000602	0,009003
ODSERZK	0,003248	0,00313	0,01323**	0,005459
FVKAMORTTA	0,000748	0,005316	0,177752**	0,074174
FVKTA	-0,00265	0,018933	-0,17784**	0,085675
TBTA	-0,01557	0,010812	0,044115	0,028681
DURVTA	0,015206	0,011785	0,059334***	0,022687
DSHKF	-0,00682	0,006601	-0,03257**	0,015367
PDDD	0,082451	0,071359	0,18917*	0,110719
FKO	0,000381	0,000721	0,000636	0,000928
NO	-0,04886	0,146023	0,515957**	0,262729
Sabit	-3,84742***	0,96679		
lnsig²_u	0,8770571	0,3860305		
sigma_u	1,550424	0,2992555		
rho	0,4221898	0,0941704		
Wald Ki-Kare(13)		11,07	LR Ki-Kare(13)	38,79 ***
Log likelihood		-271,05854	Log likelihood	-125,62005
Likelihood-ratio test		35,49***		
Hausman Test Ki-Kare(13): 22,60**				

Not: *, **,***; sırasıyla %10, %5 ve %1’de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Likelihood-ratio test istatistiği hesaplanan rho katsayısının sıfıra eşitliğini sınamaktadır. Eğer boş hipotez reddedilirse Rassal Etkiler lojit modeli sıradan lojit modeline yeğlenir edilir şeklinde yorumlanır. Görüldüğü gibi boş hipotez reddedilmiş yani Rassal etkiler modeli sıradan lojit modeline yeğlenmelidir.

Tablo 23. Daraltılmış Model II - Bağımlı Değişken (SA2)

	Rassal Etkiler Modeli		Sabit Etkiler Modeli	
	Katsayı	Standart Hata	Katsayı	Standart Hata
TBZK	-0,00164*	0,00088	-0,00828***	0,003076
ODSERZK	0,003069	0,003136	0,01165**	0,004811
FVKAMORTTA	0,000769	0,00523	0,153059**	0,069681
FVKTA	0,008933	0,017001	-0,1551**	0,072702
DURVTA	0,02255**	0,0113	0,050117**	0,022044
DSHKF	-0,00517	0,005974	-0,02776**	0,012888
PDDD	0,029557	0,055143	0,12174	0,08433
NO	0,038362	0,12847	0,338314	0,227543
Sabit	-4,99761***	0,788131		
lnsig²_u	0,9525865	0,3830281		
sigma_u	1,610095	0,3083558		
rho	0,4407149	0,0944108		
Wald Ki-Kare(13)		11,07	LR Ki-Kare(13)	38,79 ***
Log likelihood		-271,05854	Log likelihood	-125,62005
Likelihood-ratio test		35,49***		
Hausman Test Ki-Kare(13) :19,83 **				

Not: *, **, ***; sırasıyla %10, %5 ve %1'de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Tablo 23 incelendiğinde Sabit Etkiler Modeli'nin seçimi tekrar doğrulanmıştır. Katsayılar incelendiğinde ODSERZK, FVKAMORTTA, FVKTA, DURVTA ve DSHKF değişkeninin %5'de anlamlı olduğu; TBZK değişkeninin %1'de anlamlı olduğu saptanmıştır. PDDD ve NO değişkeni istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu değişkenlerin sermaye artırımını değişkeni üzerinde etkisi olmadığı söylenebilir. Daha önce değinildiği gibi katsayıların yalnızca yönü yorumlanabilir. Bu durumda; TBZK, FVKTA ve DSHFK değişkenleri bedelsiz sermaye artırımını yapmış olma olasılığını azaltıcı, ODSERZK, FVKAMORTTA ve DURVTA değişkenlerinin ise arttırıcı etki yapmaktadır.

Tablo 24. Odds Oranları II - Bağımlı Değişken (SA2)

	Sabit Etkiler Modeli	
	Odds Oranı	Standart Hata
TBZK	1.003074	0.003145
DSERZK	0.99836*	0.000879
FVKAMORTTA	1.000769	0.005234
FVKTA	1.008973	0.017153
DURVTA	1.022806**	0.011558
DSHKF	0.994848	0.005943
PDDD	1.029998	0.056797
NO	1.039107	0.133494
LR Ki-Kare(13)	35,59***	
Log likelihood	-127,21841	

Not: *, **, ***; sırasıyla %10, %5 ve %1'de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Odds oranları hesaplandığında yalnızca DURVTA değişkeninin (%5) anlamlı olduğu görülmüştür. Ayrıca model de anlamlıdır. Etkinin 1'den büyük ve anlamlı olması bu değişkenin bağımlı değişken üzerinde önemli bir etken olduğunu göstermektedir.

6.4.3.3. Model 3: 0 sermaye artırımı yok, 1 sermaye artırımı var

Sermaye artırımının yapılmadığı duruma "0", her türlü sermaye artırımının yapıldığı duruma "1" nitel bağımlı değişkeni kullanılarak iki durumlu tercih modeline ait rassal ve sabit etkiler modelinin sınındığı panel logit analizi çıktıları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 25. Geniş Model III - Bağımlı Değişken (SA3)

	Rassal Etkiler Modeli		Sabit Etkiler Modeli	
	Katsayı	Standart Hata	Katsayı	Standart Hata
FKSAT	-0,00078	0,003918	0,011523	0,023134
EFKSAT	0,003105	0,007458	-0,02014	0,028473
TBZK	-0,00454**	0,002315	-0,01015**	0,004036
UVYKZK	0,004661	0,003921	-0,00141	0,006686
ODSERZK	0,006362**	0,002716	0,010875**	0,00427
FVKAMORTTA	0,000144	0,006415	0,091556	0,067197
FVKTA	0,010501	0,017407	-0,06893	0,071417
TBTA	-0,0065	0,010445	0,035315	0,024151
DURVTA	0,033208***	0,012315	0,075944***	0,020118
DSHKF	-0,00977	0,007287	-0,02694**	0,012042
PDDD	0,101298*	0,061472	0,142607*	0,07465
FKO	0,000292	0,000715	0,0005	0,000894
NO	0,042901	0,136648	0,598348***	0,23208
Sabit	-5,32275***	1,007362		
lnsig²u	1,379968	0,349262		
sigma_u	1,993684	0,348159		
rho	0,54714	0,08654		
Wald Ki-Kare(13)		19,57	LR Ki-Kare(13)	52,93 ***
Log likelihood		-326,44368	Log likelihood	-156,97726
Likelihood-ratio test		71,70***		
Hausman Test Ki-Kare(13): 29,84***				

Not: *, **, ***; sırasıyla %10, %5 ve %1'de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Bağımlı değişken, sermaye artırımını yok ve var olarak ikiye ayrıldığında elde edilen sonuçlar Tablo 25'de görülmektedir. Öncelikle ilk sütundaki Rassal Etkiler Modeli incelendiğinde Wald testi sonucunda modelin anlamlı olmadığı saptanmıştır. Ayrıca likelihood ratio testi sonucunda rassal etkiler modelinin sıradan lojit modeli ile karşılaştırıldığında, kullanılması gereken model olduğu görülmektedir. Yapılan Hausman Testi sonuçlarında Sabit Etkiler Modeli'nin seçilmesinin doğru olduğu saptanmıştır. Kurulan Sabit Etkiler Modeli likelihood ratio testi sonuçlarına göre %1'de anlamlıdır. Katsayılar incelendiğinde TBZK, ODSERZK, DURVTA, DSHKF, PDDD ve NO değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu saptanmıştır. DURVTA ve

NO değişkenleri %1'de; TBZK, ODSERZK, DSHKF değişkenleri %5'te, ve PDDD değişkeni %10'da istatistiksel olarak anlamlıdır. Anlamlı bulunan bu değişkenlerle kurulan daraltılmış model sonuçları Tablo 26'da görölmektedir.

Tablo 26. Daraltılmış Model III - Bağımlı Değişken (SA3)

	Rassal Etkiler Modeli		Sabit Etkiler Modeli	
	Katsayı	Standart Hata	Katsayı	Standart Hata
TBZK	-0,00228***	0,000869	-0,00717***	0,002129
ODSERZK	0,006076**	0,002687	0,009475**	0,004164
DURVTA	0,035811***	0,011728	0,069284***	0,019092
DSHKF	-0,00754	0,006747	-0,0253**	0,011147
PDDD	0,057333	0,048706	0,1236**	0,063111
NO	0,116403	0,121858	0,510245**	0,202943
Sabit	-5,73069***	0,833206		
Insig²u	-11,47121	442,9001		
sigma_u	0,0032289	0,7150458		
rho	3,17e-06	0,0014036		
Wald Ki-Kare(13)		17,53***	LR Ki-Kare(13)	48,30 ***
Log likelihood		-328,64354	Log likelihood	-159,29577
Likelihood-ratio test		72,41***		
Hausman Test: Ki-Kare(13): 17,53 ***				

Not: *, **, ***; sırasıyla %10, %5 ve %1'de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

Göröldüğü gibi daraltılmış modeller içinde Sabit Etkiler Modeli incelendiğinde modelin %1'de anlamlı olduğu TBZK ve DURVTA değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyinde; ODSERZK, DSHFK, PDDD ve NO değişkeninin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görölmektedir.

Tablo 27. Odds Oranları III - Bağımlı Değişken (SA3)

	Sabit Etkiler Modeli	
	Odds Oran	Standart Hata
TBZK	0,992853***	0,002114
ODSERZK	1,00952**	0,004204
DURVTA	1,07174***	0,020462
DSHKF	0,975019**	0,010869
PDDD	1,131563**	0,071415
NO	1,6657**	0,338042
LR Ki-Kare(6)		48,30***
Log likelihood		-159,29577

Not: *, **, ***; sırasıyla %10, %5 ve %1'de boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir.

SA3 bağımlı değişkeni için odds oranları incelendiğinde tüm değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. En etkili değişkenin NO değişkeni olduğu, diğer etkili değişkenlerin sırasıyla PDDD, DURVTA ve ODSERZK olduğu görülmüştür. TBZK ve DSHKF değişkenlerinin ise etkilerinin 1'den küçük olması değişkenin sermaye artırımını yapma olasılığını azalttığını göstermektedir. Bu değişkenlerden bir birimlik değişime karşılık şirketin sermaye artırımını yapma olasılığını en çok artıran değişken NO değişkenidir. Bu değişkenden sonra sırasıyla PDDD, DURVTA ve ODSERZK gelmektedir.

Aşağıdaki tabloda, sermaye artırımını etkileyen şirkete özgü faktörlerin belirlenmesi için kurulan üç model için, istatistiksel olarak anlamlı bulunan değişkenler, değişkenlerin anlamlılık düzeyleri, rassal-sabit etkiler modellerinden hangisinin geçerli olduğu ve odds oranları da verilerek; sermaye artırımını yapma olasılığına etkisini gösteren özet bir tablo hazırlanmıştır.

Tablo 28. Modeller Özet Tablosu

	Anlamlı Değişkenler	Anlamlılık Düzeyi	Geçerli Model	Odds Oranı	Sermaye Artırımına Etkisi
Model 1 (SA1)	DURVTA	%1	Rassal Etkiler	1,05749	+, YÜKSEK
	ODSERZK	%5		1,00433	+, DÜŞÜK
Model 2 (SA2)	TBZK	%1	Sabit Etkiler	1,00307	--, DÜŞÜK
	DSERZK	%5		0,99836	+, DÜŞÜK
	FVKAMORTTA	%5		1,00076	+, DÜŞÜK
	FVKTA	%5		1,00897	--, DÜŞÜK
	DURVTA	%5		1,02280	+, YÜKSEK
	DSHKF	%5		0,99484	--, DÜŞÜK
Model 3 (SA3)	TBZK	%1	Sabit Etkiler	0,99285	--, DÜŞÜK
	DURVTA	%1		1,07174	+, YÜKSEK
	ODSERZK	%5		1,00952	+, DÜŞÜK
	DSHKF	%5		0,97501	--, DÜŞÜK
	PDDD	%5		1,13156	+, YÜKSEK
	NO	%5		1,66570	+, ÇOK YÜKSEK

7. SONUÇ

Sermaye artırımını etkileyen şirkete özgü faktörlerin belirlenmesi amacıyla yapılan çalışmanın veri setini, 2003-2013 yılları arasında BIST sanayi endeksinde yer alan ve finansal raporlarını tam olarak beyan etmiş 126 şirkete ait finansal oranlar ve bu şirketlerin yılsonu hisse kapanış fiyatları oluşturmaktadır. Çalışmada şirkete özgü 14 bağımsız değişken ve 3 nitel bağımlı değişken kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler; Nakit Oranı (NO), Fiyat/Kazanç oranı (FKO), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PDDD), Dönem Sonu Hisse Kapanış Fiyatı (DSHKF), Duran Varlık/Toplam Aktif (DURVTA), Toplam Borç/Toplam Aktif (TBTA), Faiz ve Vergi Öncesi Kar/Toplam Aktif (FVKTA), Faiz ve Vergi Öncesi Kar + Amortismanlar / Toplam Aktif (FVKAMORTTA), Ödenmiş Sermaye / Özkaynak (ODSERZK), Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Özkaynak (KVYKZK), Uzun Vadeli Yabancı Kaynak / Özkaynak (UVYKZK), Toplam Borç / Özkaynak (TBZK), Esas Faaliyet Karı / Satışlar (EFKSAT), Faaliyet Karı / Satışlar (FKSAT) olarak belirlenmiştir. Sermaye artırım şekline bağlı olarak; sermaye artırımını yok, bedelli sermaye artırımını var (SA1), sermaye artırımını yok, bedelsiz sermaye artırımını var (SA2), sermaye artırımını yok, sermaye artırımını var (SA3) şeklinde oluşturulan nitel bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Bağımlı değişkenlerin, 126 şirkete ait 11 yıllık verilerinin oluşturduğu 1386 gözlem sonucunda oluşan frekans dağılımları incelendiğinde; bedelli sermaye artırımını 29 adet (%2,09), bedelsiz sermaye artırımını 77 adet (%5,56) ve sermaye artırımlarının tümü ise 106 adet (%7,65) olarak bulunmuştur.

Analizin başlangıç aşamasında, öncelikle kullanılan değişkenlerin betimleyici istatistiklerine bakılmıştır. Analize dahil edilen değişkenlerin tümüne ait gözlemlerin ortalama değerleri bulunmuş, daha sonra sermaye artırım şekline göre değişkenlerin ortalama değerleri ile karşılaştırılmıştır. Buna göre;

- Şirketlerin likidite durumunu gösteren nakit oranı %60'ın altında olan şirketler bedelli, üstünde olan şirketler bedelsiz sermaye artırımını,
- Hisse fiyatı 15 TL. yi geçtiğinde bedelsiz sermaye artırımını,
- Duran varlıkların aktifler içindeki payı %50'nin üstünde olan şirketler bedelli, altında olan şirketler bedelsiz sermaye artırımını,
- Özkaynaklar içinde ödenmiş sermaye payı %50'nin üstünde olan şirketlerin bedelli sermaye artırımını,
- Mali yapı oranlarından Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Özkaynak oranı %80'i, Uzun Vadeli Yabancı Kaynak / Özkaynak oranı %27'yi ve Toplam Borç / Özkaynak oranı %109'u geçtiğinde bedelli sermaye artırımını,
- Karlılık oranlarından Esas Faaliyet Karı / Satışlar ve Faaliyet Karı / Satışlar oranı %5'in üstünde olanların bedelsiz sermaye artırımını, negatif değer alan (zarar eden) şirketlerin ise bedelli sermaye artırımını yaptıkları tespit edilmiştir.

Değişkenler için Panel Lojit Model kurulmadan önce, değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı incelenerek, değişkenler arasındaki ilişki araştırılmıştır. Korelasyon katsayıları incelendiğinde göze arpan ilk değer; TBZK ile KVKZK arasındaki korelasyon katsayısının yüksekliği. 0,95 düzeyindeki bu yüksek

korelasyon katsayısı modelde çoklu doğrusallık (multicollineratiy) sorununa yol açacağından KVKZK değişkeni modelden çıkarılmıştır.

Çalışmada hem zaman hem de yatay kesit analizini bir arada gerçekleştiren panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Değişkenler arasında sahte ilişkilere neden olunmaması için T'nin sonsuza gittiği N'in ise sabit olduğu durumlarda kullanılan Fisher Tipi Birim Kök testi kullanılarak değişkenlerin durağanlıkları araştırılmıştır. Kullanılan tüm serilerin durağan olduğu ve uygulanacak modelde serilerin düzey değerlerinin kullanılması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Sermaye artırımını yok, bedelli sermaye artırımını var (SA1), sermaye artırımını yok, bedelsiz sermaye artırımını var (SA2), sermaye artırımını yok, sermaye artırımını var (SA3) şeklinde oluşturulan nitel bağımlı değişkenlerin her biri için öncelikle 13 değişkenli geniş model için Rassal Etkiler ve Sabit Etkiler modelleri kurulmuştur. Kurulan bu modeller, Rassal Etkiler ve Sabit Etkiler Modelleri arasında seçim yapmamızı sağlayan Hausman testi kullanılarak karşılaştırılmış ve iki model arasında seçim yapılmıştır. Doğru model seçildikten sonra, modeldeki anlamlı değişkenler kullanılarak Sabit Etkiler ve Rassal Etkilerin sınındığı daraltılmış model oluşturulmuştur. Daha sonra, panel lojit modelinde katsayıların etkinin büyüklüğünü yorumlamak için kullanılan bahis oranları (odds ratio) hesaplanmıştır.

Bedelli sermaye artırımını etkileyen faktörlerin sınındığı Model 1 (SA1) için, Rassal Etkiler Modeli'nin geçerli olduğu ve katsayıları incelendiğinde ODSERZK değişkeninin %5'de, DURVTA değişkeninin ise %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu saptanmıştır. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda ODSERZK ve DURVTA

değişkenlerinin bahis oranları 1'den büyük ve istatistiksel olarak anlamlı olması bu değişkenlerin önemli birer etken olduğunu göstermektedir. Bunlar içerisinde bir birimlik değişime karşılık şirketin sermaye artırımını yapma olasılığını en çok artıran değişken, DURVTA değişkenidir.

Bedelsiz sermaye artırımını etkileyen faktörlerin sınındığı Model 2 (SA2) için, sabit etkiler modelinin geçerli olduğu ve katsayıları incelendiğinde ODSERZK, FVKAMORTTA, FVKTA, DURVTA ve DSHKF değişkeninin %5'de anlamlı olduğu; TBZK değişkeninin %1'de anlamlı olduğu belirlenmiştir. TBZK, FVKTA ve DSHKF değişkenleri bedelsiz sermaye artırımını yapmış olma olasılığını azaltıcı, ODSERZK, FVKAMORTTA ve DURVTA değişkenlerinin ise arttırıcı etki yapmaktadır. Bahis oranları hesaplandığında DURVTA değişkeninin (%5) anlamlı olduğu görülmüştür. Etkinin 1'den büyük ve anlamlı olması bu değişkenin bağımlı değişken üzerinde önemli bir etken olduğunu göstermektedir.

Bedelli, bedelsiz veya bedelli ve bedelsiz sermaye artırımının birlikte yapıldığı durumda, sermaye artırımını etkileyen faktörlerin sınındığı Model 3 (SA3) için, Sabit Etkiler Modeli'nin geçerli olduğu ve katsayıları incelendiğinde TBZK ve DURVTA değişkenlerinin %1 anlamlılık düzeyinde; ODSERZK, DSHFK, PDDD ve NO değişkeninin %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bahis oranları incelendiğinde tüm değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür. En etkili değişkenin NO değişkeni olduğu, diğer etkili değişkenlerin sırasıyla PDDD, DURVTA ve ODSERZK olduğu görülmüştür. TBZK ve DSHKF değişkenlerinin ise etkilerinin 1'den küçük olması, değişkenin sermaye artırımını yapma oranını azalttığını

göstermektedir. Bu değişkenlerden bir birimlik değişime karşılık şirketin sermaye artırımını yapma olasılığını en çok artıran değişken NO değişkenidir.

Çalışmada 3 model kurularak yapılan analizler sonucunda, Ödenmiş Sermaye / Özkaynak ve Duran Varlıklar / Toplam Aktifler değişkenlerinin her üç modelde de anlamlı çıktığı görülmüştür. Toplam Borç / Özkaynak ve Dönem Sonu Hisse Kapama Fiyatı değişkenlerinin ise Model 2 (bedelsiz sermaye artırımını) ve Model 3’de (bedelli ve bedelsiz birlikte) anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca Faiz ve Vergi Öncesi Kar’ı yüksek olanların bedelsiz sermaye artırımını tercih ettikleri tespit edilmiştir.

Yapılan çalışma ile elde edilen bulguların, bireysel ve kurumsal yatırımcıların portföy oluşturma sürecine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. İleriye dönük olarak başka sektörler ve başka yöntemler ile çalışma genişletilip karşılaştırmalar yapılabilir. Sermaye artırımını etkileyen makroekonomik faktörlerin belirlenmesine yönelik araştırmalar da yine çalışmanın gelecek hedefleri arasında sayılabilir.

KAYNAKLAR:

- ACARAVCI, S.K. (2004), Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye'de Bir Uygulama, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Doktora Tezi*, Adana.
- ADAOĞLU, C. (2002), Rights Offerings in a Different Institutional Setting: Evidence from the Istanbul Stock Exchange, *The Istanbul Stock Exchange (ISE) Finance Award Series*, Vol.3.
- ADAOĞLU, C. (2006), Market Reaction to “Unsweetened” And “Sweetened” Rights Offerings in an Emerging European Stock Market. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.16
- AILEN, D.E. ve RACHIM, V.S. (1996), Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian Evidence, *Applied Financial Economics*
- AKGÜÇ, Ö. (2010).Finansal Yönetim, 8.Baskı, İstanbul, Avcıol Basım Yayın.
- AKHTAR, S. ve B. OLİVER, (2005), The Determinants Of Capital Structure For Japanese Multinational And Domestic Corporations,
<http://ecocomm.amu.edu.au/research/papers/pdf/0601.pdf>.
- AKKRANUPORNPONG J. ve KLEİNER, B. H. (2004) “When to Issue the Company Stock”, *Management Research News*, Vol. 27, no. 4/5

- AKMAN, E. (2012), Sermaye Yapısını Belirleyen Firmaya Özgü Faktörler: İMKB’de İşlem Gören Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması, *Doktora Tezi*, Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- ALLEN, D.E. (1991), The Determinants Of Capital Structure Of Listed Australian Companies: The Financial Manager's Perspective, *Australian Journal of Management*, c.16. S.2.
- AMBLING, F. (1970), *Investments, An Introduction to Analysis and Management*, New Jersey, Prentice-Hall.
- ATA, H.A. ve AĞ, Y. (2010), Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi, *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, Sayı:11.
- BAHÇELİ, G. (2003), Türk Firmalarının Sermaye Yapılarını Belirleyen Unsurlar, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- BARAK, O. (2006), Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri - İMKB’de Bir Uygulama-Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Ens. Şirket ABD, *Doktora Tezi*, Ankara.
- BAYAR, D. AYDIN, N. ve BAŞAR, M. (2001), *Finansal Yönetim*, Eskişehir, Birlik Ofset.

- BELKAYALI, N. (2004), Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Şirketler Üzerine Bir İnceleme, *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.
- BERGSMAN, S. (2000) The Stock Split Quandary, Chief Executive ,: Electronic Library of University of Illinois. Sept. 2000 <<http://www.library.uiuc.edu/>>
- BLOCK, S. HIRT, G. (1987) *Foundations of Financial Management*, Illinois, Irwin Inc., 1987
- BOLAK, M. (1991) Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, İstanbul, Beta Basım-Yayın Dağıtım A.Ş.
- BÜYÜKŞALVARCI, A. (2010), Finansal Oranlar İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi: İMKB İmalat Sektörü Üzerine Bir Araştırma, MUFAD, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:48.
- BÜYÜKTORTOP, M. (2007), Çokuluslu Şirketlerde Sermaye Yapısı ve İMKB’de Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Şirket ABD, Finansman Bilim Dalı, *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.
- CASSAR, G. ve HOLMES, S. (2003), Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence, Accounting and Finance, c.43.
- CEYLAN, A. (1995), İşletmelerde Finansal Yönetim, Bursa, Ekin Yayınevi.

- CHEN, J. (2004), Determinants Of Capital Structure Of Chinese-Listed Companies, Journal of Business Research, c.57. S.12.
- CHEN, H., NGUYEN, H.H. ve SINGAL, V. (2011), The Information Content of Stock Splits, *Journal of Banking&Finance*, 35.
- COHEN, J., JEROME, B., ZINBARG, E. ve ZEIKEL, A. (1987), Investment Analysis&Portfolio Management, Illinois Irwin.
- COLOMBO, E. (2001), Determinants Of Corporate Capital Structure: Evidence From Hungarian Firms, Applied Economics, c.33. S.13.
- CUN, E. (2010), Stock Price Reactions To Rights Issues: Evidence From The Istanbul Stock Exchange (ISE), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yüksek Lisans Tezi*, İzmir.
- ÇABUK, A. ve LAZOL, İ. (2011), Mali Tablolar Analizi, 11.B., Bursa, Ekin Yayınevi
- ÇAĞLAYAN, E. (2006), Sermaye Yapısı Bileşenleri: Kantil Regresyon Modeli, *İktisat İşletme ve Finans*, 21 (248).
- DEMİRGÜÇ, A. ve MAKSİMOVİC, V. (1995), Stock Market Development and Firm Financing Choices", Policy Research Working Paper, No. 1461.

- DEMİRHAN, A. (2009), Bankaların Sektörel Paylarındaki Değişimin Nitel Bağımlı Değişkenli Panel Veri Modeliyle Analizi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme ABD, Doktora Tezi, İstanbul.
- DEMİRHAN, D. (2009), Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, 9 (2).
- D'MELLO, R., TAWATNUNTACHAI O. ve YAMAN, D. (2003), Why do Firms Issue Equity After Splitting Stocks?, *The Financial Review*, 38.
- DURUKAN, M.B. (1997), Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Yapısı Üzerine Bir Araştırma 1990-1995, *İMKB Dergisi*, 1(3).
- ECKBO, B.E., MASULIS, R.W. ve NORLİ, Ø. (2000), Seasoned Public Offerings: Resolution of The New Issues Puzzle, *Journal of Financial Economics*, 56.
- ERCAN, M.K. ve BAN, Ü. (2005), Değere Dayalı Şirket Finansı Finansal Yönetim, Ankara, Gazi Kitabevi.
- EREN, M. (2001), İMKB'de Sermaye Artırımı Yapan Şirketlerin Uzun Dönemli Performanslarının İncelenmesi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.

- ERİŞ, N. (2009), Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Artırımlarının Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Çalışma, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.
- ERKAN, M. ve AYDEMİR, O. (2006), Şirketlerin Finansman Kararları Ve Yabancı Kaynak Kullanımı: Türkiye'de Bir Uygulama, *Marmara Üniversitesi Muhasebe- Finansman Araştırma ve Uygulama Dergisi*, c.6.
- FAMA, F.E., FISCHER, L., M. JENSEN ve ROLL, R. (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, X.
- FAMA, F.E. ve FRENCH, R.K. (1995), Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns , *Journal of Finance*, Vol. 50, Issue. 1.
- FAMA, F.E. ve FRENCH, R.K. (1996), Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", *The Journal of Finance*, Vol.51.
- FAMA, F.E. ve FRENCH, R.K. (2005), Financing Decisions: Who Issues Stock?, *Journal of Financial Economics*, 76.
- FETTAHOĞLU, A. ve OKUYAN, A. (2006), Sermaye Yapısının İşletmeye Özgü Belirleyicileri: İMKB Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektöründe Bir Uygulama, *Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, c.4.

- GÜLOĞLU, B. ve BEKÇİOĞLU, S. (2001), İMKB'deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Şirketler Üzerine Bir Uygulama, *ODTÜ Uluslararası İktisat Kongresi*, Ankara.
- GÖNENÇ, H. ve ARSLAN, Ö. (2003), Uluslararası ve Yurtiçi Türk Reel Sektör Firmalarının Sermaye Yapısı, *İMKB Dergisi*, 7 (25-26).
- HALL, C.G., HUTCHINSON J.P. ve MICHEALAS, N. (2005), Determinations Of Capital Structure Of European Smes, *Journal of Business Finance & Accounting*.
- HORNE, J.C.V. (1983), Financial Management and Policy, Sixth Edition, New Jersey, Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs.
- HSIAO, C. (2003), Analysis of Panel Data, United Kingdom, Cambridge University Press.
- IKENBERRY D.L., RANKINE, G.ve STICE, E. (1996), What Do Stock Splits Really Signal, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 31(3).
- IKENBERRY D.L. ve RAMNATH, S. (2002), Underreaction to Self-Selected New Events: The Case of Stock Splits, *The Review of Financial Studies* 15.
- JENSEN, C.M. ve MECKLING, H.W. (1976), Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3.

- KABAKÇI, Y. (2007), Sermaye Yapısının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerine Etkisi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Doktora Tezi*, İzmir.
- KABİR, R. ve ROOSENBOOM, P. (2003), Can The Stock Market Anticipate Future Economic Performance? Evidence From Equity Rights Issues, *Journal of Corporate Finance*, 9.
- KANDIR, S., KARADENİZ, E.ve ÖNAL, Y.B. (2007), "Türkiye'de Büyük Sanayi Şirketlerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi," *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, c.9.
- KARADENİZ, E. (2008), Türk Konaklama Şirketlerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Doktora Tezi*, Adana.
- KARAN. M.B. ve EKŞİ, C. (2001), İMKB'de Düşük Fiyat Etkisi, *Şirket ve Finans Dergisi*, Ekim 2001
- KARAN M.B. ve UYGUR A. (1996), Hisse Senetlerine Yapılan Yatırımların Performanslarının Fiyat-Kazanç Oranına Göre Değerlendirilmesi: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *İşletme ve Finans Dergisi*.
- KAYHAN, A., ve TİTMAN, S. (2007), Firms' Histories and Their Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, c.83.

KARACA, S.S. (2007), Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Şirket Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Doktora Tezi*, Malatya.

KARSLI, M. (2004), Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Genişletilmiş 5. Baskı, İstanbul, Alfa Basım Yayım Dağıtım.

KILIÇ, S. (2002), Sermaye Artırımlarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi ve Bedelsiz Hisse Senedi Anomalisinin Test Edilmesi: İMKB'de Bir Uygulama, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara.

KORKMAZ, Ö. ve KARACA, S.S. (2013), Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği, *Ege Akademik Bakış / Ege Academic Review*, Cilt: 13, Sayı: 2, Nisan 2013, ss. 169-179

KÖROĞLU, D. (1992), Şirketlerin Kar payı Politikalarını Belirleyen Faktörler ve Kar payı Dağıtımının Hisse Senedi Fiyatına Etkileri, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.

KRİSHNAMURTHY, S. ve Diğerleri, (2005), Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 14,

- KURSHEV, A. ve STREBULAES, I.A. (2006), Firm Size and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, c.43.
- LİN, J., SINGH, A. ve YU, W. (2009), Stock Splits, Trading Continuity and The Cost Of Equity Capital, *Journal of Financial Economics* 42.
- MACKAY, P., (2003), Real Flexibility and Financial Structure: An Empirical Analysis, *Review of Financial Studies*, c.16.
- MALHOTRA M., THENMOZHİ, M ve GOPALASWAMY A. K. (2013), Factors Influencing Abnormal Returns Around Bonus and Rights Issue Announcement, *The IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 19, No. 4
- MASULİS, R.W. (1983), The İmpact Of Capital Structure Change On Firm Value: Some Estimates," *Journal of Finance*, c.38. S.1.
- MODİGLİANİ, F. ve MİLLER, M. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *The American Economic Review*, Vol. 48 Sayı:3.
- MURADOĞLU, G. ve OKTAY, T. (1993), Türk Hisse Senedi Piyasasında Zayıf Etkinlik: Takvim Anomalileri, Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, *Cilt 11*.

- ÖZALTIN, O. (2006), Sermaye Yapısı ve Şirket Değeri İlişkisi İMKB'de Bir Uygulama, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Yüksek Lisans Tezi*, Isparta.
- ÖZDAMAR, K. (1999), Paket Programlarla İstatistiksel Veri Analizi, c. 1, 2. B., Kaan Kitabevi, Eskişehir.
- ÖZER, G. (2003), Hisse Senedi Piyasalarında Uzun Süreli Getiri Zıtlıkları, Aşırı Tepki Verme Hipotezi ve Bir Değerlendirme, (<http://www.basarimcom.tr/dergi/2000-03/>)
- ÖZMEN, T. (1997), Sermaye Artırımlarının Hisse Senetleri Fiyatları Üzerine Etkileri, *Yaman Aşıkoğlu'na Armağan, SPK Yayınları, Yayın No: 56*, Ankara.
- RIEPE, M.W. (2000), The Meaning of Stock Splits, *Journal of Financial Planning, May 2000* :Electronic Library of Uni. Of Illinois.
- ROSS, W. (1990). *Corporate Finance*, Boston, Irwin Corp.
- SAYILGAN, G. ve UYSAL, B. (2011), Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Sektörel Verileri Kullanılarak Sermaye Yapısını Belirleyen Faktörler Üzerine Bir Analiz:1996–2008, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, Cilt 66, No.4*.
- SCHWERT G. W. (2001), Anomalies and Market Efficiency, Universty of Rochester, *NY14627 and National Bureau of Economic Research*.

SEITZ, N.E. (1990), *Capital Budgeting and Long Term Financing Decisions*, Orlando, Dryden Press.

SEVİL, G. (1994), *İşletme Finansmanı*, Eskişehir, ETAM A.Ş. Web-Ofset.

SUNER, K. (1995), *Effect Of Equity Rights Issues on Stock Prices in The Istanbul Stock Exchange*, Koç University, *Yüksek Lisans Tezi*.

TANÖR, R. (1999), *Türk Sermaye Piyasası*, I. ve II. Cilt, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım.

TATOĞLU, F.Y. (2012a), *Panel Veri Ekonometrisi*, İstanbul, Beta Yayınevi.

TATOĞLU, F.Y. (2012b) *İleri Panel Veri Analizi*, İstanbul, Beta Yayınevi.

TOPAL, Y. (2006), *İMKB'ye Kayıtlı Şirketlerin Sermaye Yapıları Ve Finansal Kaldıraç Oranlarının Karlılıklarına Etkisi*, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, *S. 27*.

TÜRKO, M. (2002), *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, İstanbul, Alfa Yayınları.

UCHIDO, H., UDELL, G. ve YAMORİ, N. (2007), *SME Financing and The Deployment Of Lending Technologies In Japan*, *Journal of Financial Economics*, *c.10*.

- USLU, N.Ç. (2002), Finansal Piyasalarda Etkinlik ve Etkinliğin Zayıf Formda Test Edilmesi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, *Doktora Tezi*, Eskişehir.
- ÜN, T. (2006), Çok Seçenekli Nitel Bağımlı Değişkenli Panel Veri Modelleri ve Mevduat Bankaları Üzerine Bir Uygulama, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, Doktora Tezi, İstanbul.
- WESTON, J.F. ve COPELAND, T.E. (1992), *Managerial Finance*, International Edition, New York, The Dreyden Press.
- YAVUZ, M. (2013) Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı, *Mali Çözüm Dergisi*, Temmuz-Ağustos.
- YÖRÜK, N, KARACA, S.S., HEKİM, M., ve TUNA İ. (2013), Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler Ve Finansal Oranlar İle Hisse Getirisi Arasındaki İlişkinin ANFIS Yöntemi İle İncelenmesi: İMKB 100'de Bir Uygulama, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 13 Sayı:2.
- YÜCEL, E. (2006), Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararları: Mersin ve Adana'da Sınai Şirketler Üzerinde Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- YÜKERİ, Y. (2009), İmalat Sanayi Şirketlerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi'nde Bir

Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.

ZOU, H. Ve XIAO, Z.J. (2006), The Financing Behaviour Of Listed Chinese Firms,"
The British Accounting Review, *c.38. S.3.*

<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/yatirim-ara%C3%A7lari/hisse-senedi.aspx>

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=73&fn=73.pdfSPK>

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=986&fn=986.pdf&submenuheader=0>

<http://www.smmokulu.com/Muhasebe-Yeni-TTKya-gore-kar-dagitimi-41124.html>

EKLER:**EK1: Analize Dahil Edilen BIST Sanayi Endeksi Şirketleri**

	H.KODU	HİSSE ADI
1	ADEL	ADEL KALEMCİLİK
2	ADNAC	ADANA ÇİMENTO (C)
3	AEFES	ANADOLU EFES
4	AFYON	AFYON ÇİMENTO
5	AKCNS	AKÇANSA
6	AKSA	AKSA
7	ALCAR	ALARKO CARRIER
8	ALKA	ALKİM KAĞIT
9	ALKİM	ALKİM KİMYA
10	ALTIN	ALTINYILDIZ
11	ANACM	ANADOLU CAM
12	ARCLK	ARÇELİK
13	ARSAN	ARSAN TEKSTİL
14	ASLAN	ASLAN ÇİMENTO
15	ASUZU	ANADOLU ISUZU
16	ATEKS	AKIN TEKSTİL
17	AYGAZ	AYGAZ
18	BAGFAŞ	BAGFAŞ
19	BAKAB	BAK AMBALAJ
20	BANVT	BANVİT
21	BFREN	BOSCH FREN SİST.
22	BOLUC	BOLU ÇİMENTO
23	BOSSA	BOSSA
24	BRISA	BRİSA
25	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT
26	BRSAN	BORUSAN MANN.
27	BSHEV	BSH EV ALETLERİ
28	BSOKE	BATISÖKE ÇİMENTO
29	BTCİM	BATI ÇİMENTO
30	BUCİM	BURSA ÇİMENTO
31	BURCE	BURÇELİK
32	CELHA	ÇELİK HALAT
33	CEMTS	ÇEMTAŞ
34	CIMSA	ÇİMSA
35	CMBTN	ÇİMBETON
36	CMENT	ÇİMENTAŞ
37	COMDO	COMP. DÖKÜMCÜLÜK
38	DENCM	DENİZLİ CAM
39	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ
40	DERİM	DERİMOD
41	DEVA	DEVA HOLDİNG
42	DITAS	DİTAŞ DOĞAN
43	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM
44	DOBUR	DOĞAN BURDA
45	DOGUB	DOĞUSAN
46	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM
47	DYOBY	DYO BOYA
48	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI

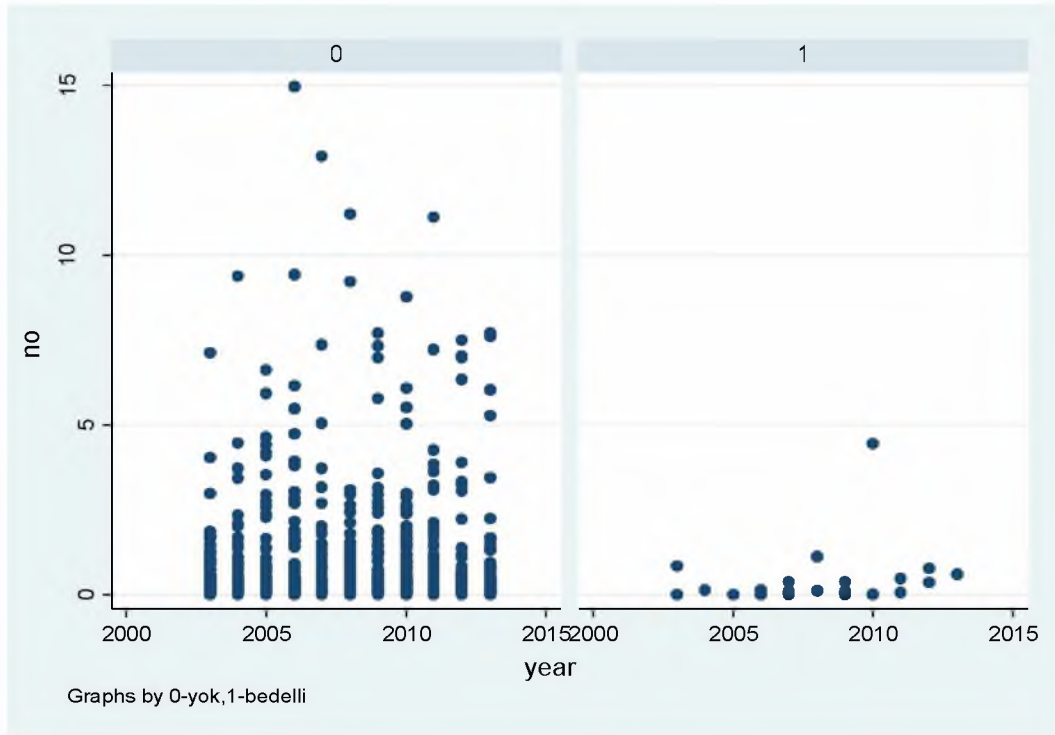
	H.KODU	HİSSE ADI
49	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ
50	EGGUB	EGE GÜBRE
51	EGPRO	EGE PROFİL
52	EGSER	EGE SERAMİK
53	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ
54	ERBOS	ERBOSAN
55	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK
56	ERSU	ERSU GIDA
57	FMIZP	F-M İZMİT PİSTON
58	FROTO	FORD OTOSAN
59	GENTS	GENTAŞ
60	GOLTS	GÖLTAŞ ÇİMENTO
61	GOODY	GOOD-YEAR
62	GUBRF	GÜBRE FABRİK.
63	HEKTS	HEKTAŞ
64	HURGZ	HÜRRİYET GZT.
65	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER
66	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ
67	IHMAD	İHLAS MADENCİLİK
68	IPEKE	İPEK DOĞAL ENERJİ
69	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
70	IZOCM	İZOCAM
71	KAPLM	KAPLAMIN
72	KARSN	KARSAN OTOMOTİV
73	KARTN	KARTONSAN
74	KERVT	KEREVİTAŞ GIDA
75	KLBMÖ	KELEBEK MOBİLYA
76	KLMSN	KLİMASAN KLİMA
77	KNFRT	KONFRUT GIDA
78	KONYA	KONYA ÇİMENTO
79	KORDS	KORDSA GLOBAL
80	KOZAA	KOZA MADENCİLİK
81	KRDMD	KARDEMİR (D)
82	KRSTL	KRİSTAL KOLA
83	KRTEK	KARSU TEKSTİL
84	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN
85	LUKSK	LÜKS KADİFE
86	MAKTK	MAKİNA TAKIM
87	MEMSA	MENSA
88	MERKO	MERKO GIDA
89	MNDRS	MENDERES TEKSTİL
90	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO
91	MRSHL	MARSHALL
92	MUTLU	MUTLU AKÜ
93	NUHCM	NUH ÇİMENTO
94	OLMIP	OLMUKSAN-IP
95	OTKAR	OTOKAR
96	PARSN	PARSAN

97	PENGD	PENGUEN GIDA
98	PETKM	PETKİM
99	PETUN	PINAR ET VE UN
100	PIMAS	PİMAŞ
101	PINSU	PINAR SU
102	PNSUT	PINAR SÜT
103	PRKAB	TÜRK PRYSMİAN KABLO
104	PRKME	PARK EL. MADENCİLİK
105	PTOFS	OMV PETROL OFİSİ
106	SARKY	SARKUYSAN
107	SASA	SASA POLYESTER
108	SERVE	SERVE KIRTASIYE
109	SKTAS	SÖKTAŞ
110	SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU
111	SODA	SODA SANAYİİ

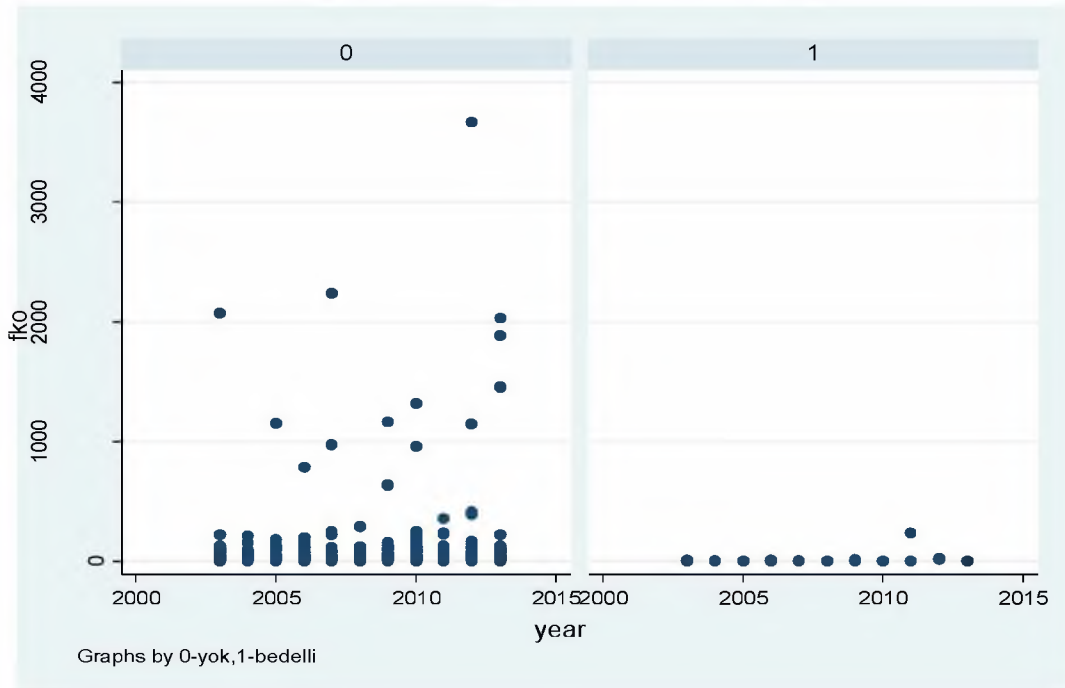
112	TATKS	TAT KONSERVE
113	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN
114	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
115	TRCAS	TURCAS PETROL
116	TRKCM	TRAKYA CAM
117	TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM
118	TUKAS	TUKAŞ
119	TUPRS	TÜPRAŞ
120	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ
121	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
122	USAK	UŞAK SERAMİK
123	VESTL	VESTEL
124	VKING	VİKİNG KAĞIT
125	YATAS	YATAŞ
126	YUNSA	YÜNŞA

EK2: SA1 Bağımlı Değişkeni İçin Zaman Serisi Grafikleri

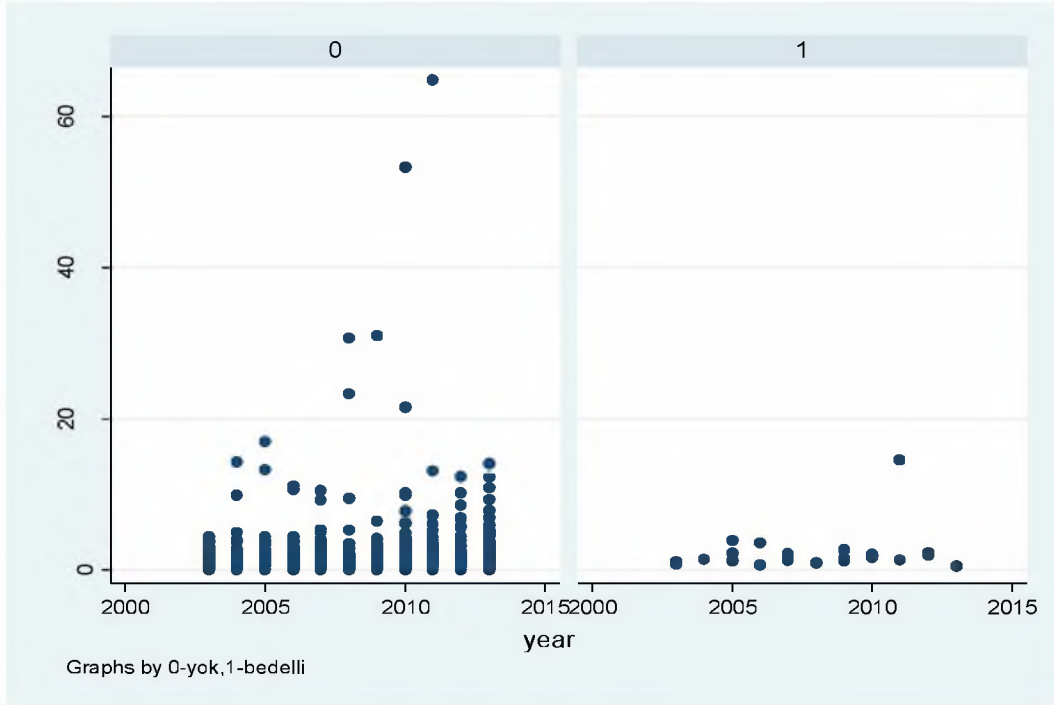
Şekil 7. NO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



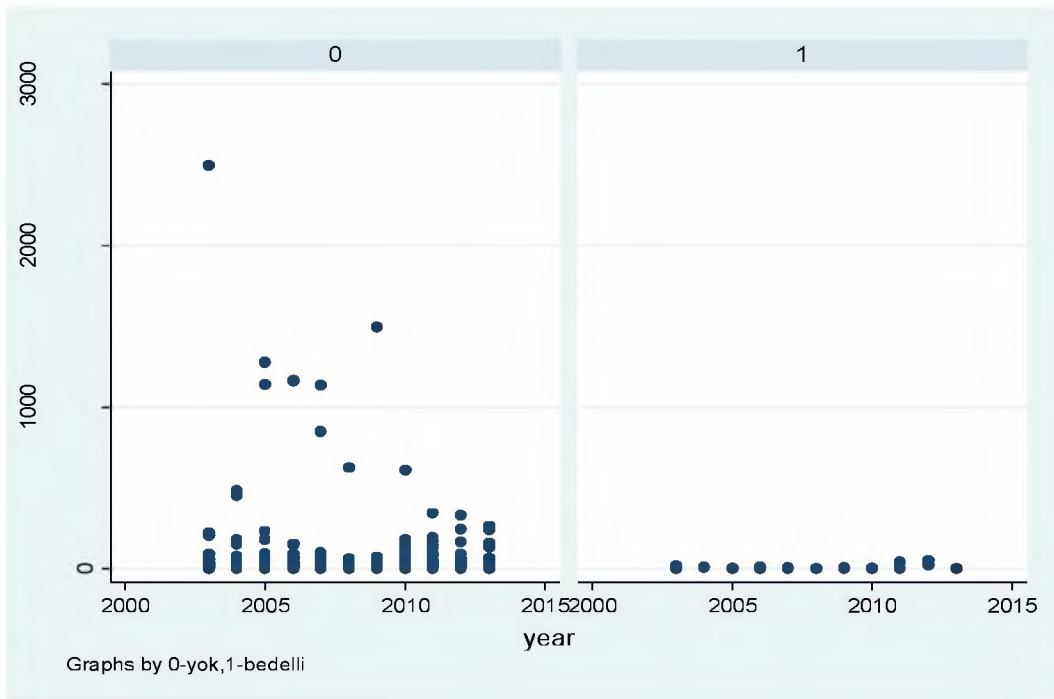
Şekil 8. FKO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



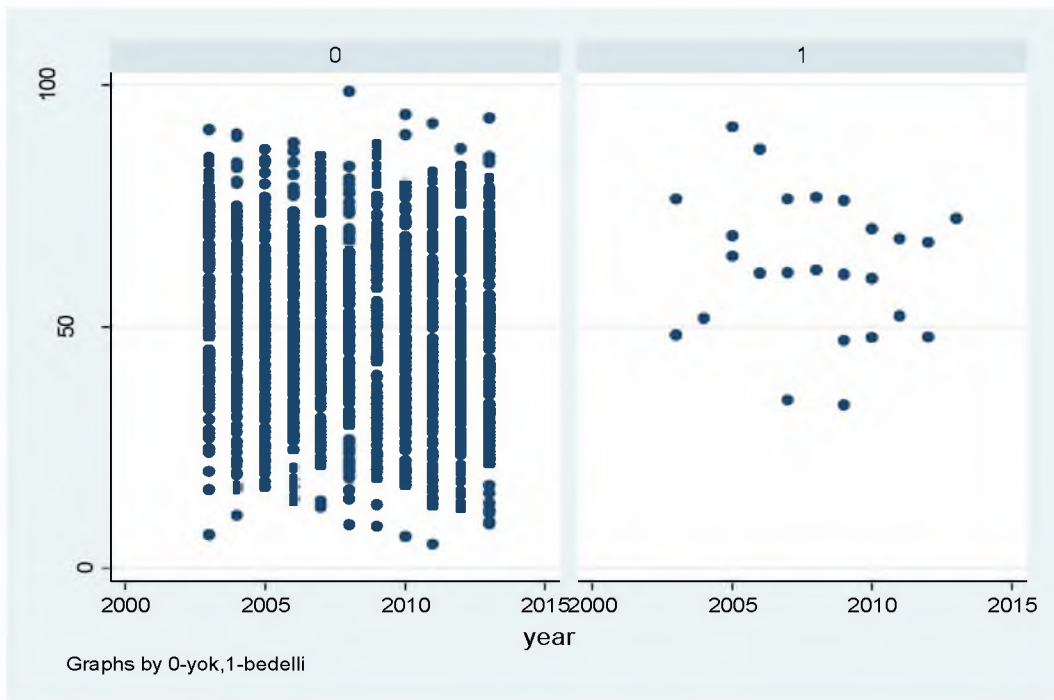
Şekil 9. PDDD Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



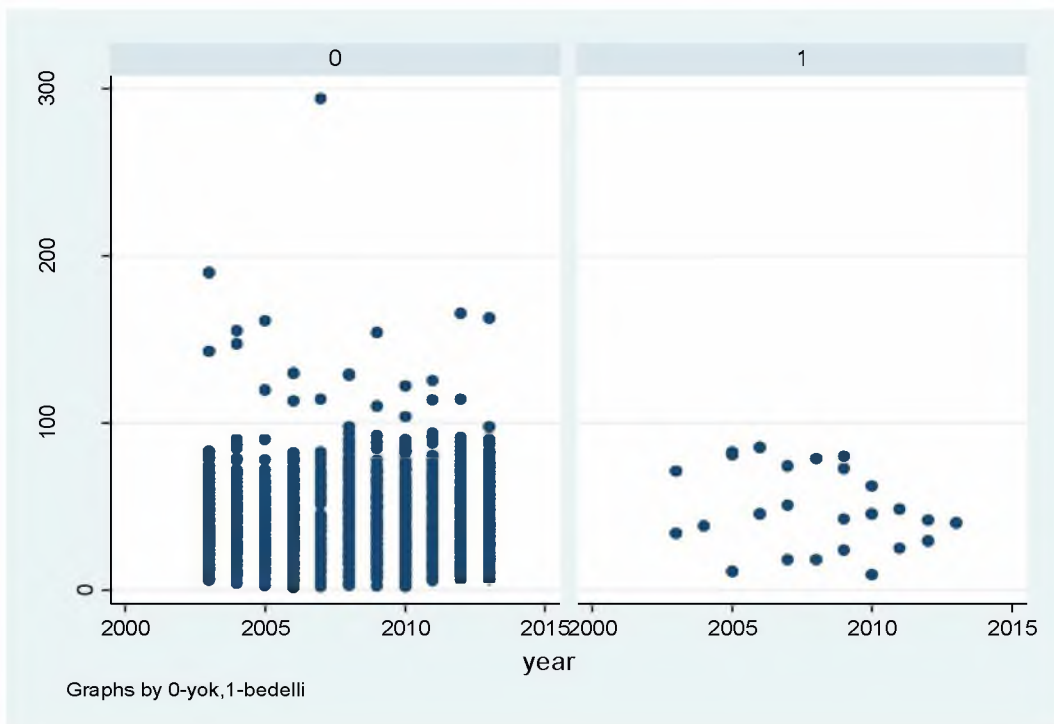
Şekil 10. DSHKF Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



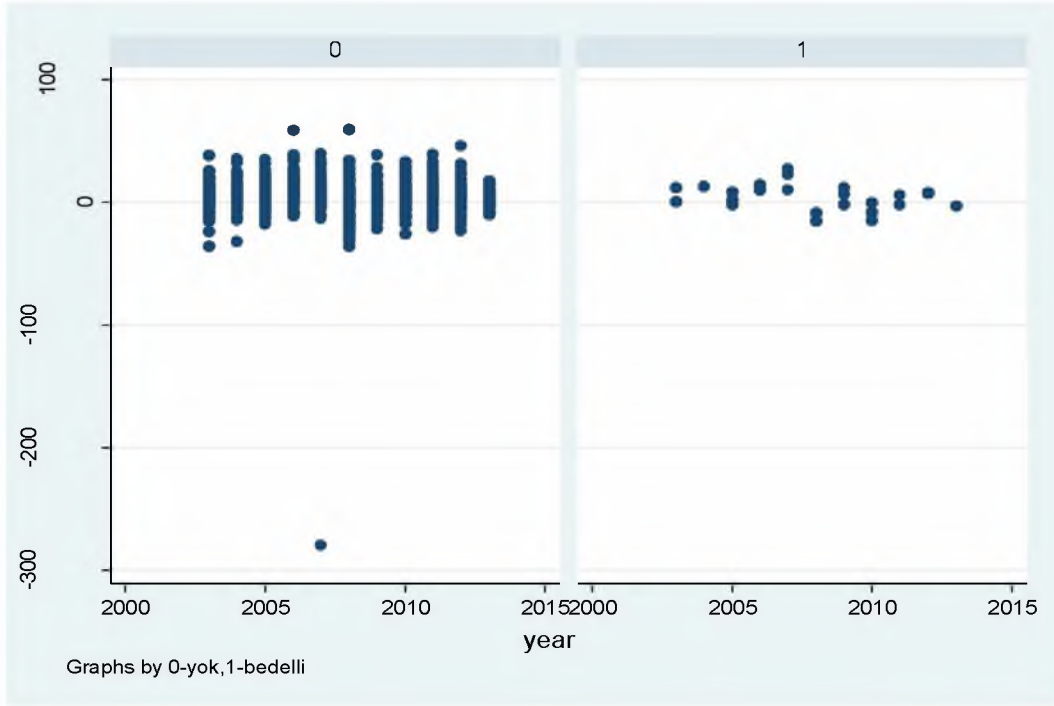
Şekil 11. DURVTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



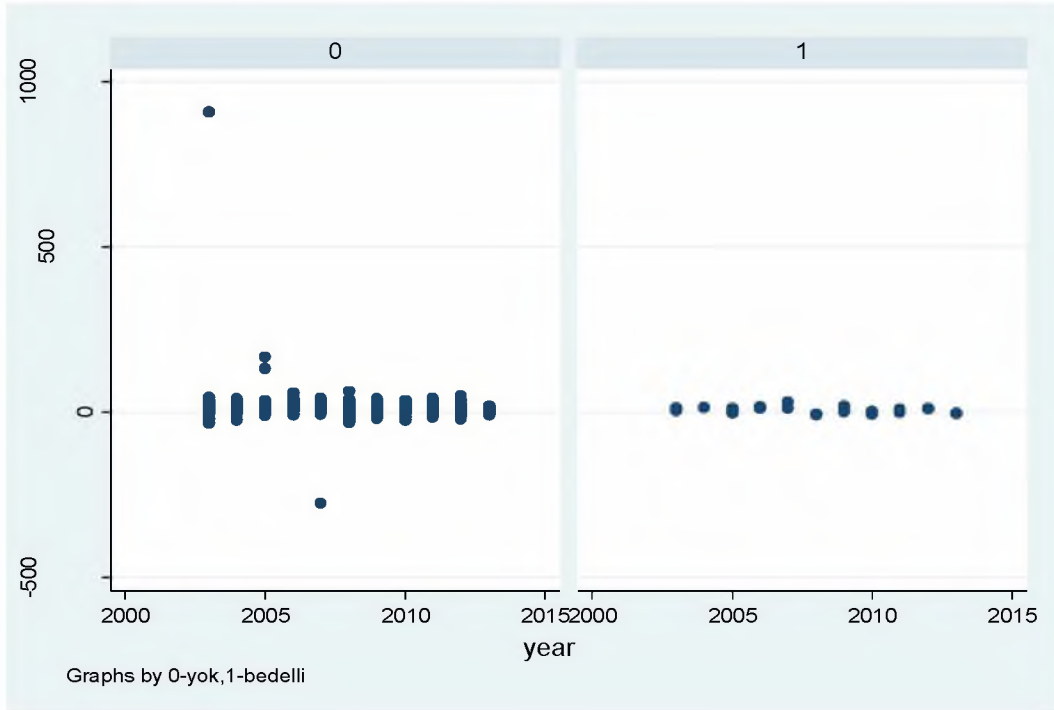
Şekil 12. TBTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



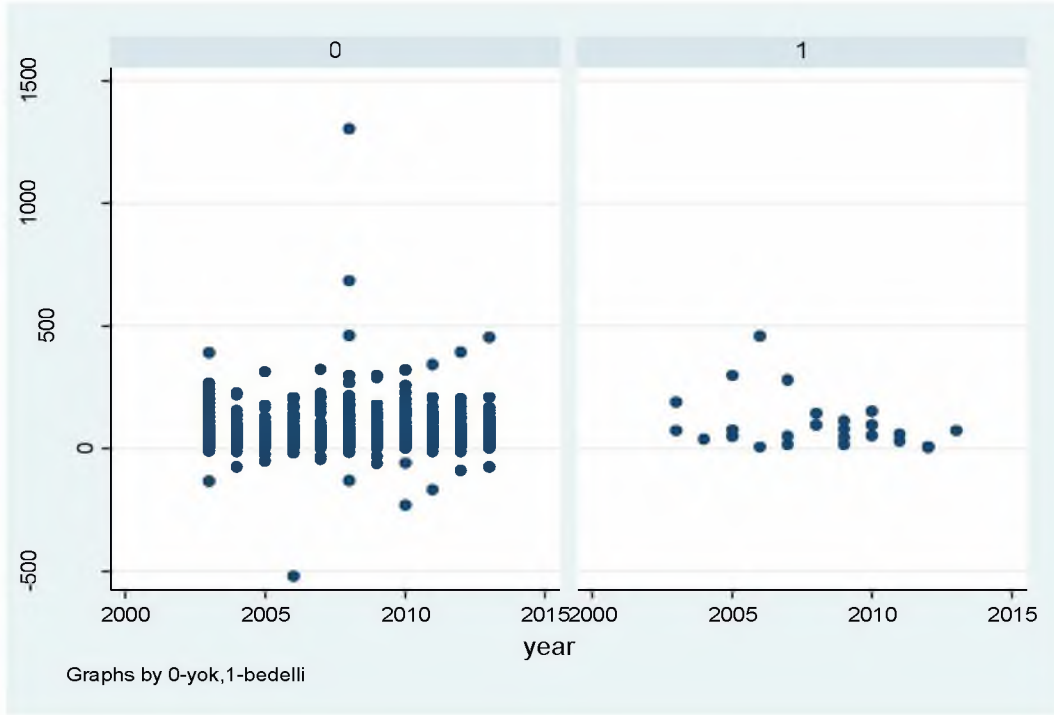
Şekil 13. FVKTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



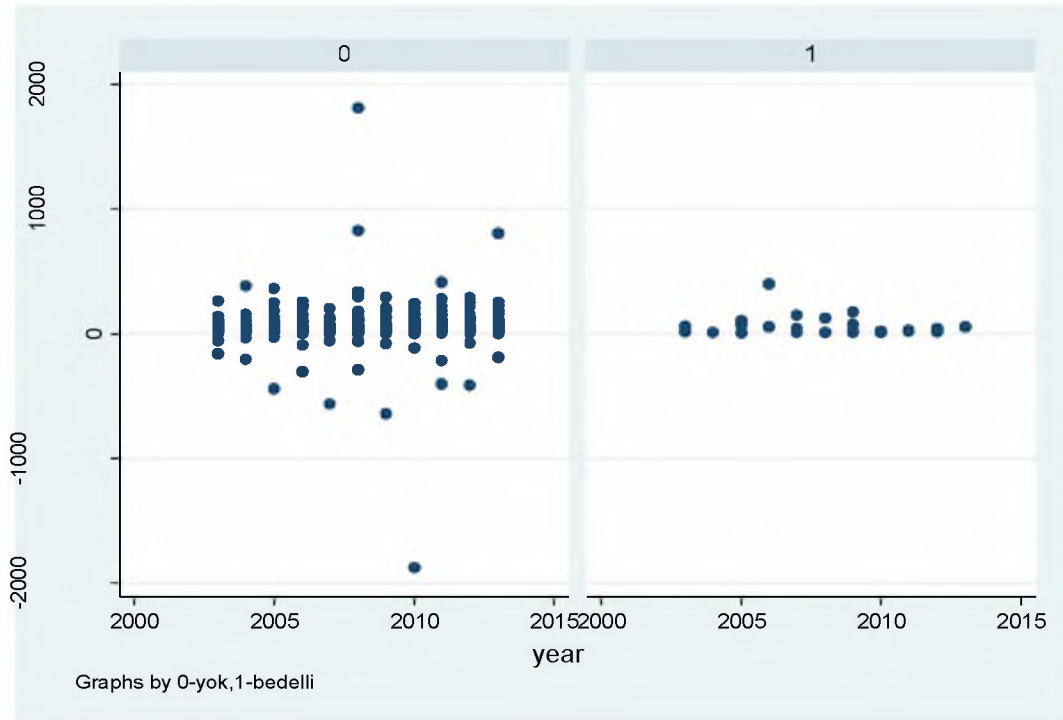
Şekil 14. FVKAMORTTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



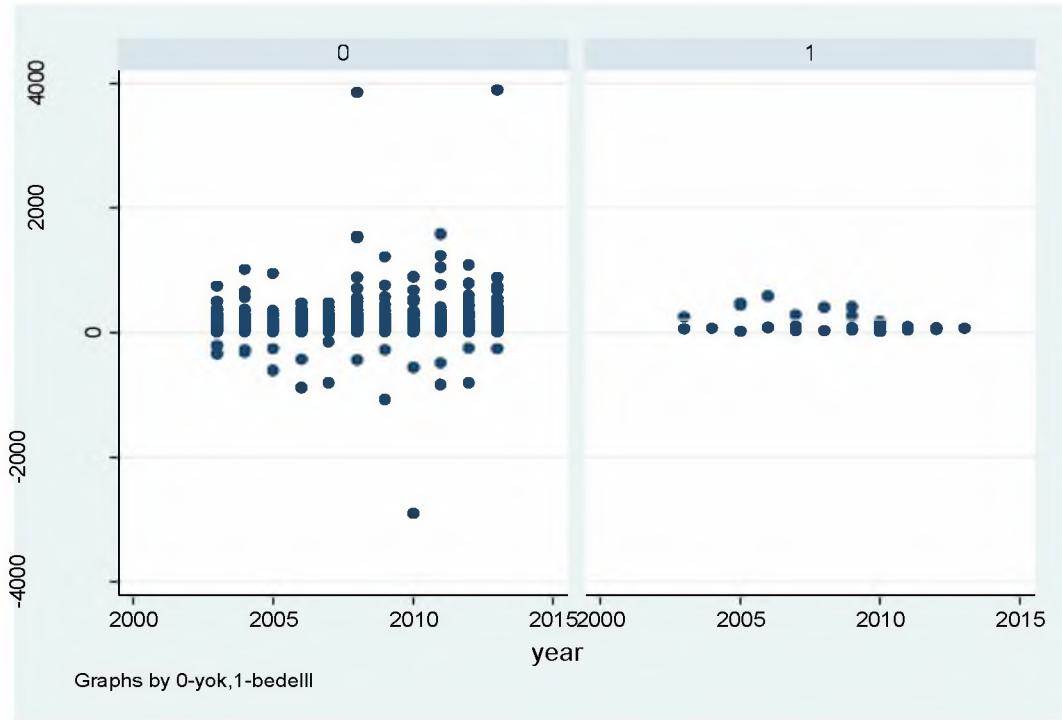
Şekil 15. ODSERZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



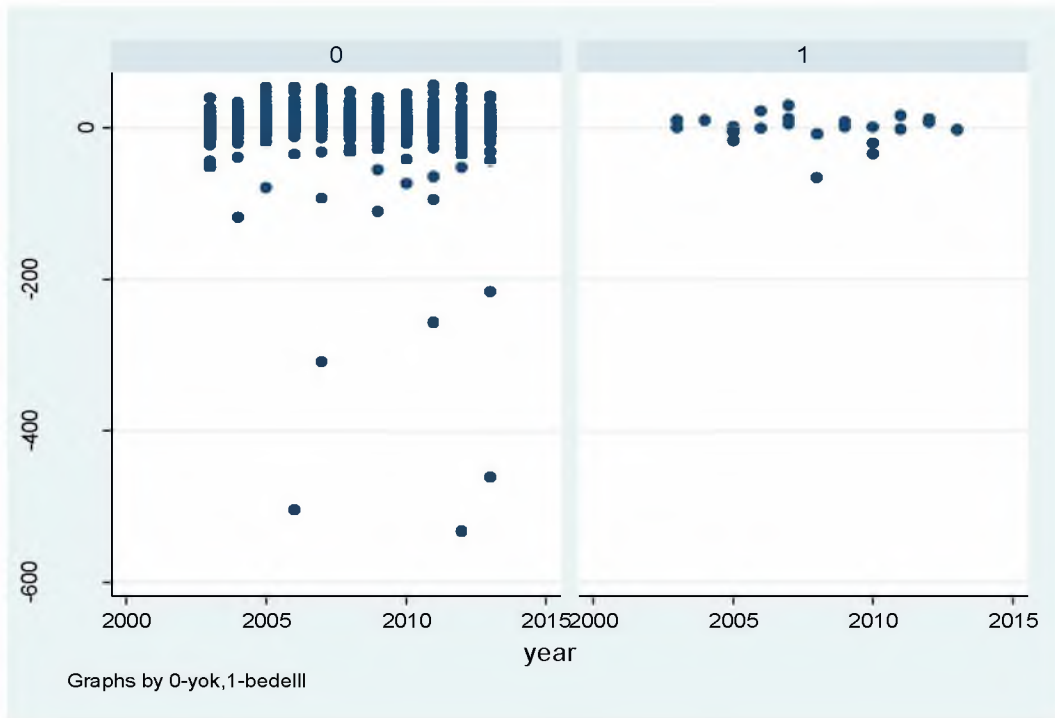
Şekil 16. UVYKZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği

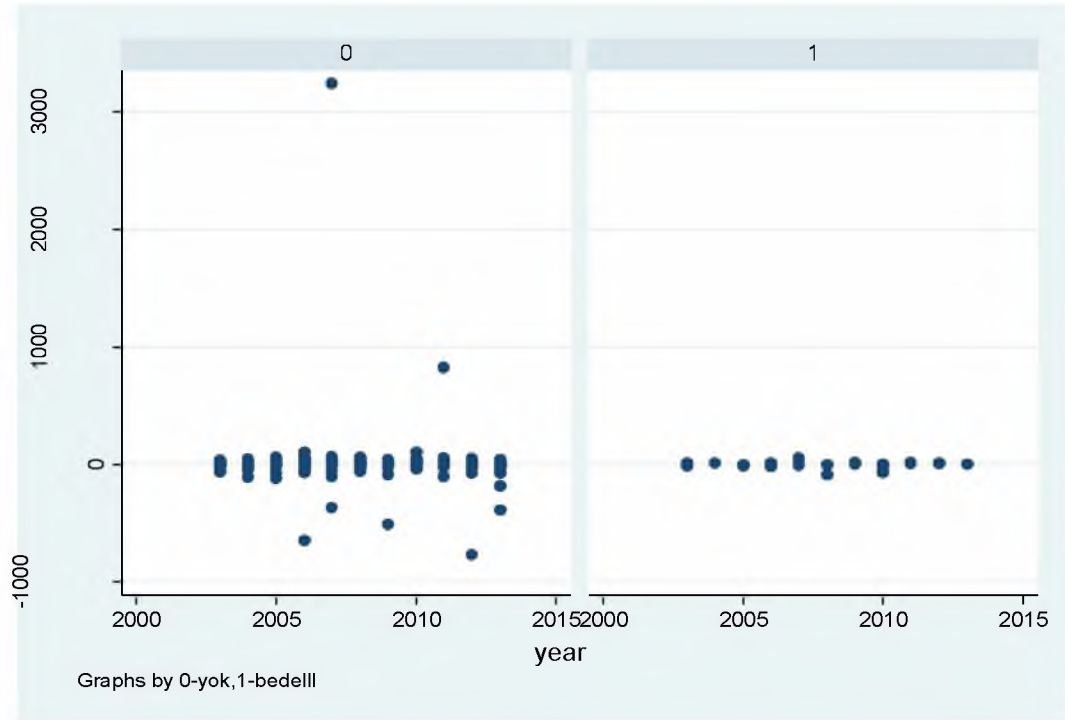


Şekil 17. TBZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



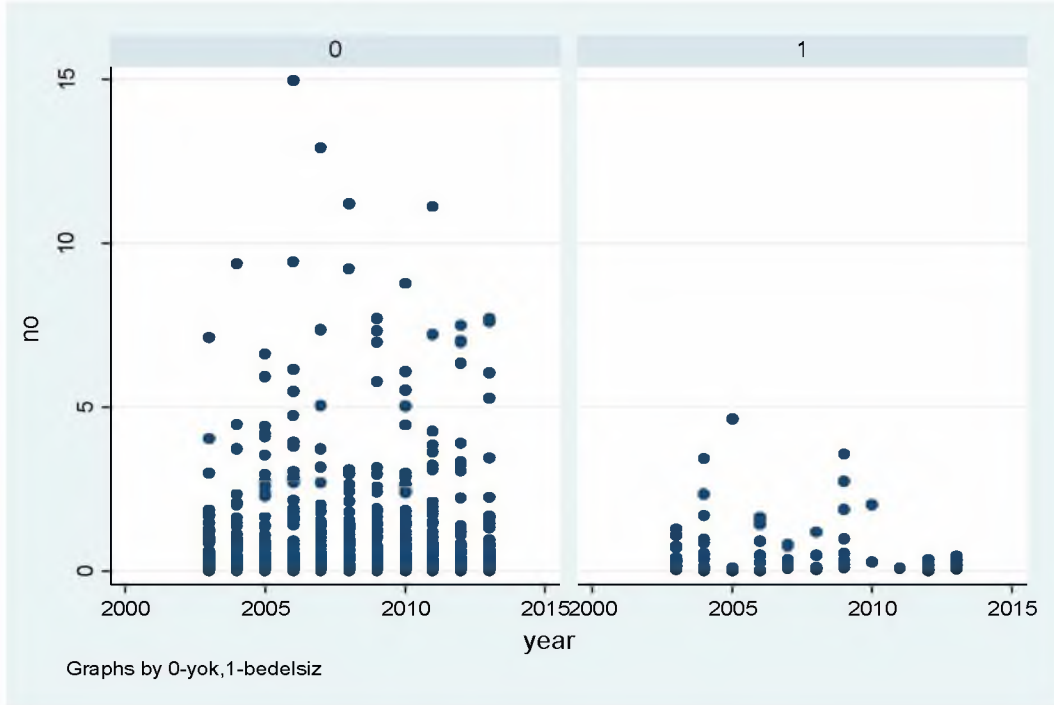
Şekil 18. EFKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



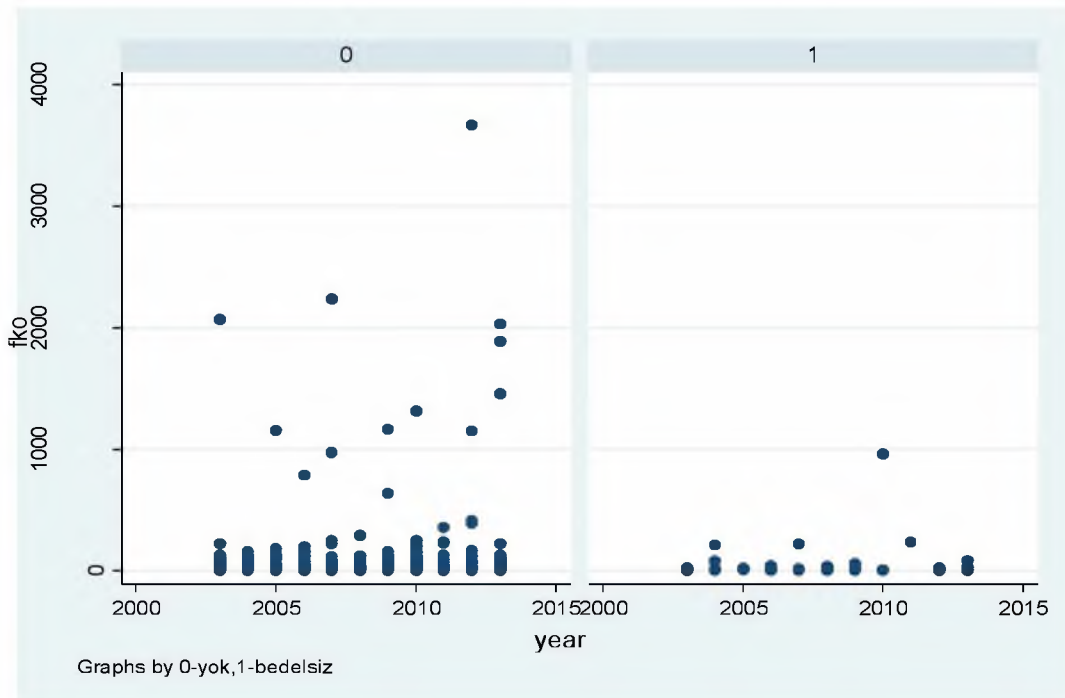
Şekil 19. FKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği

EK3: SA2 Bağımlı Değişkeni İçin Zaman Serisi Grafikleri

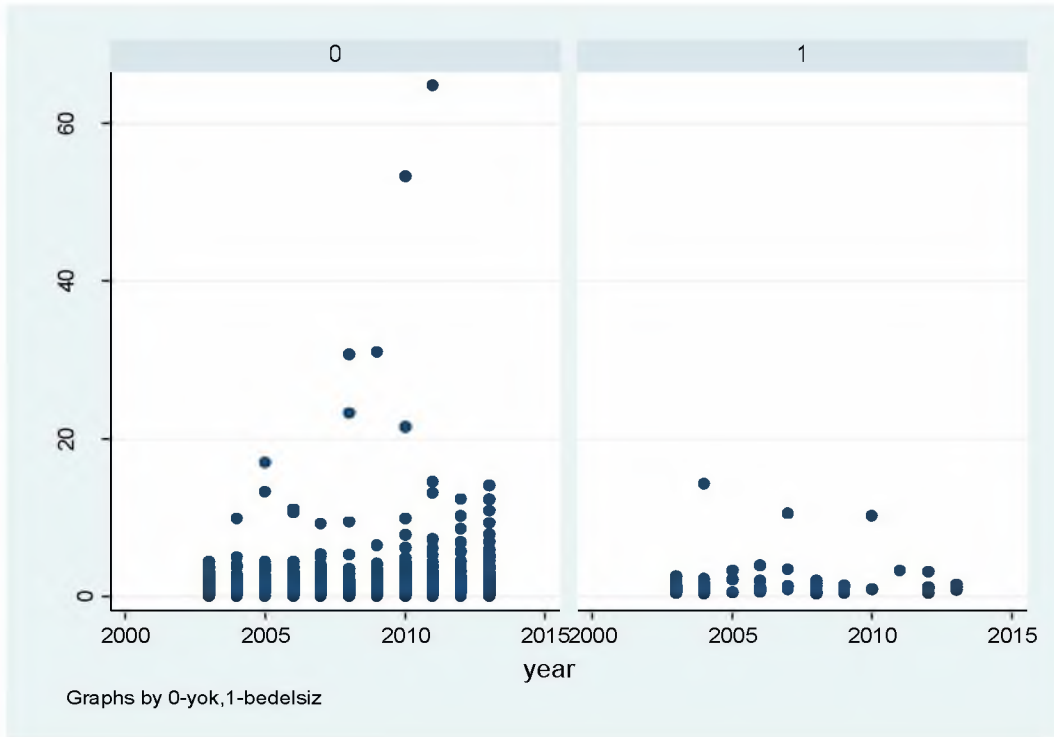
Şekil 20. NO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



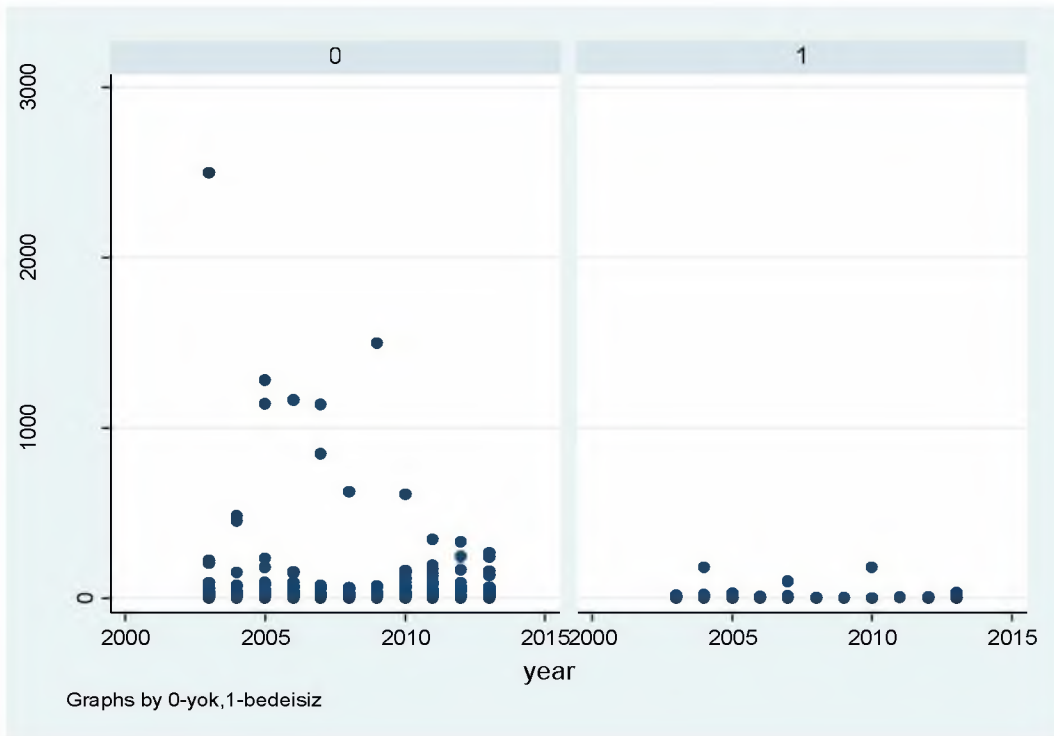
Şekil 21. FKO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



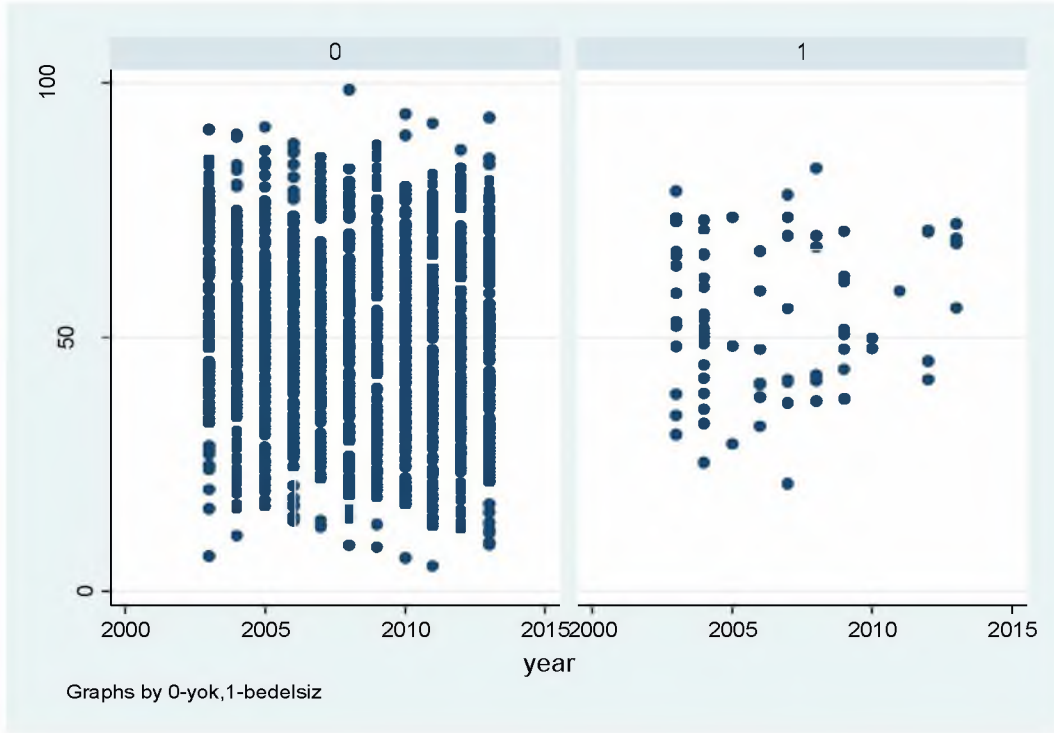
Şekil 22. PDDD Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



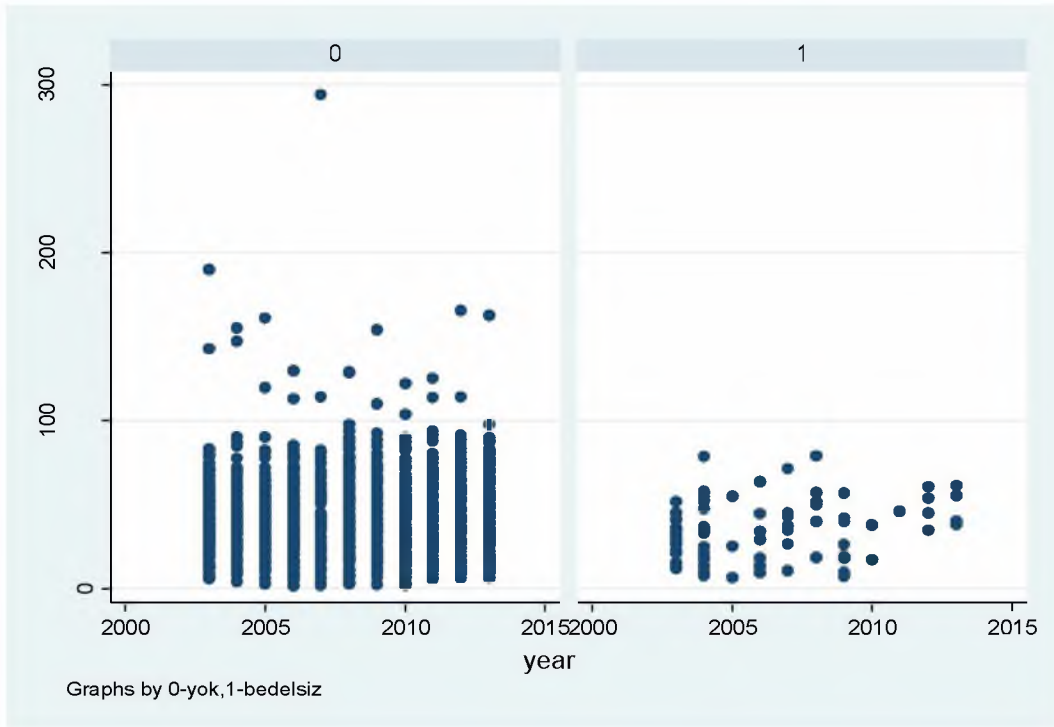
Şekil 23. DSHKF Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



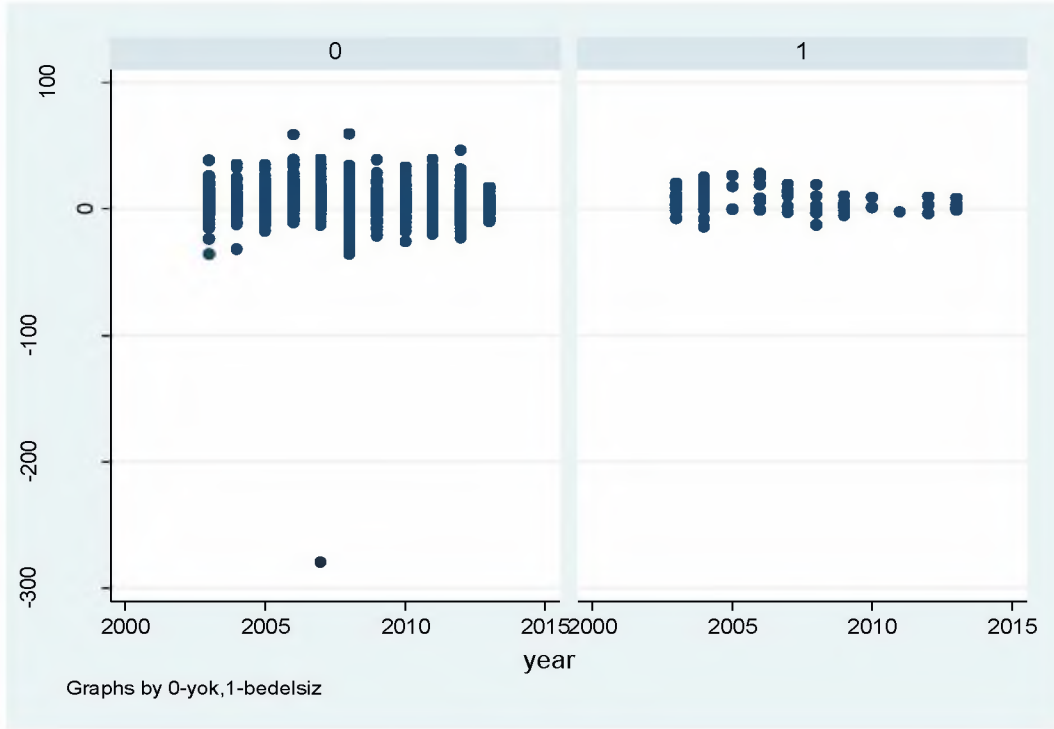
Şekil 24. DURVTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



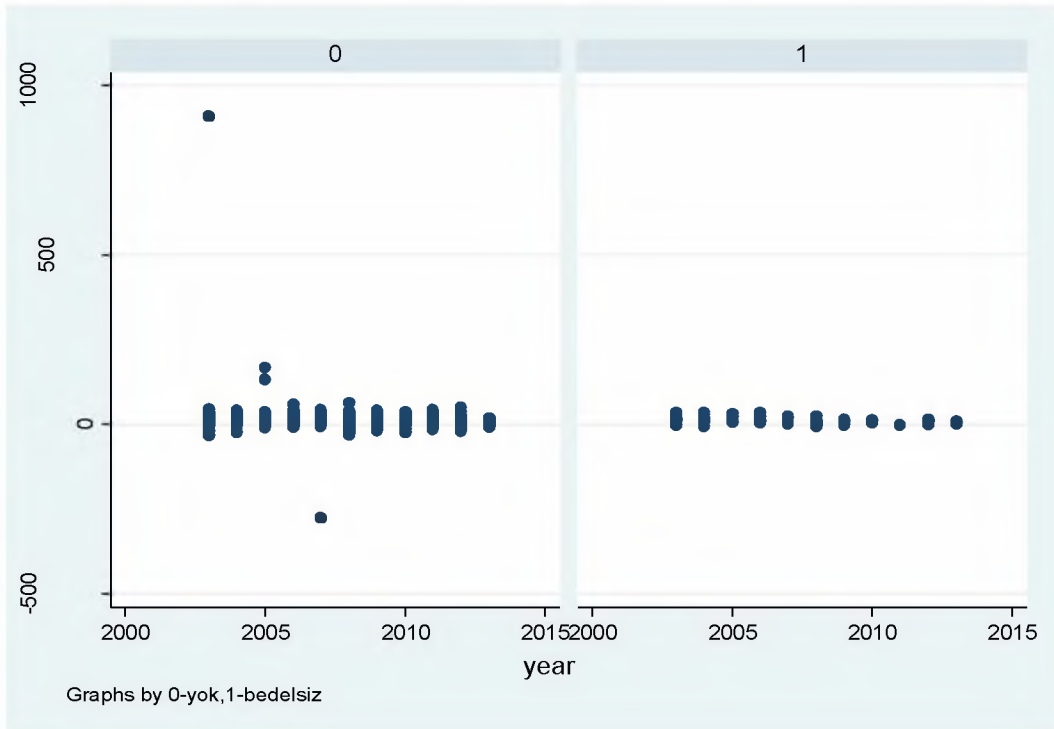
Şekil 25. TBTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



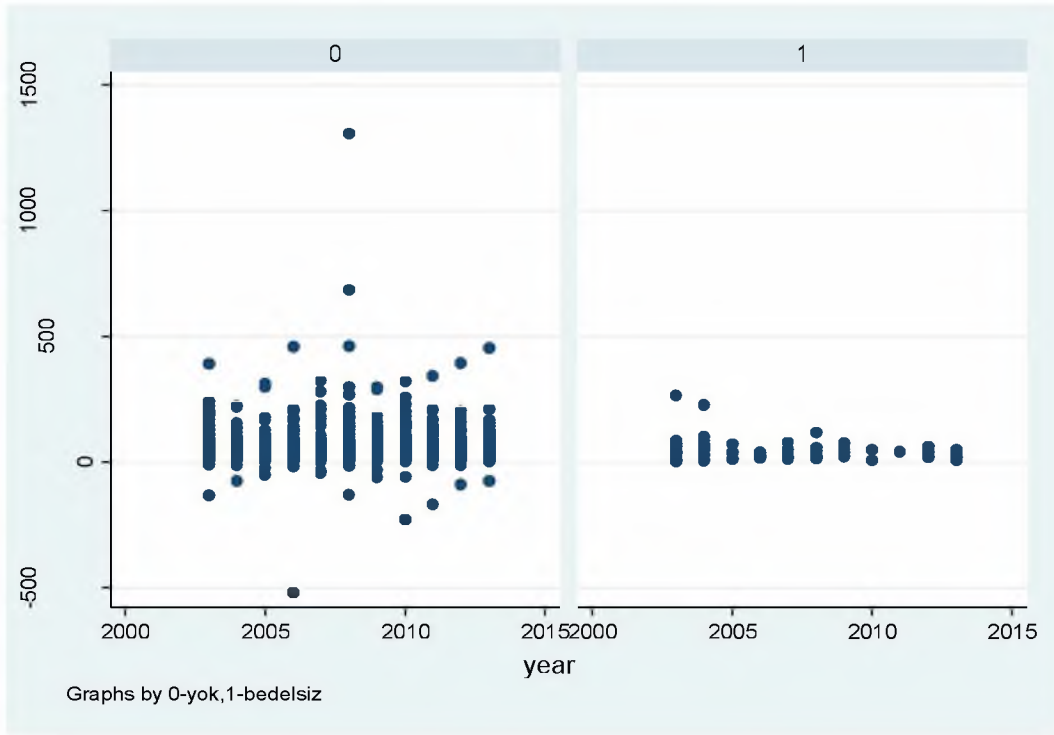
Şekil 26. FVKTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



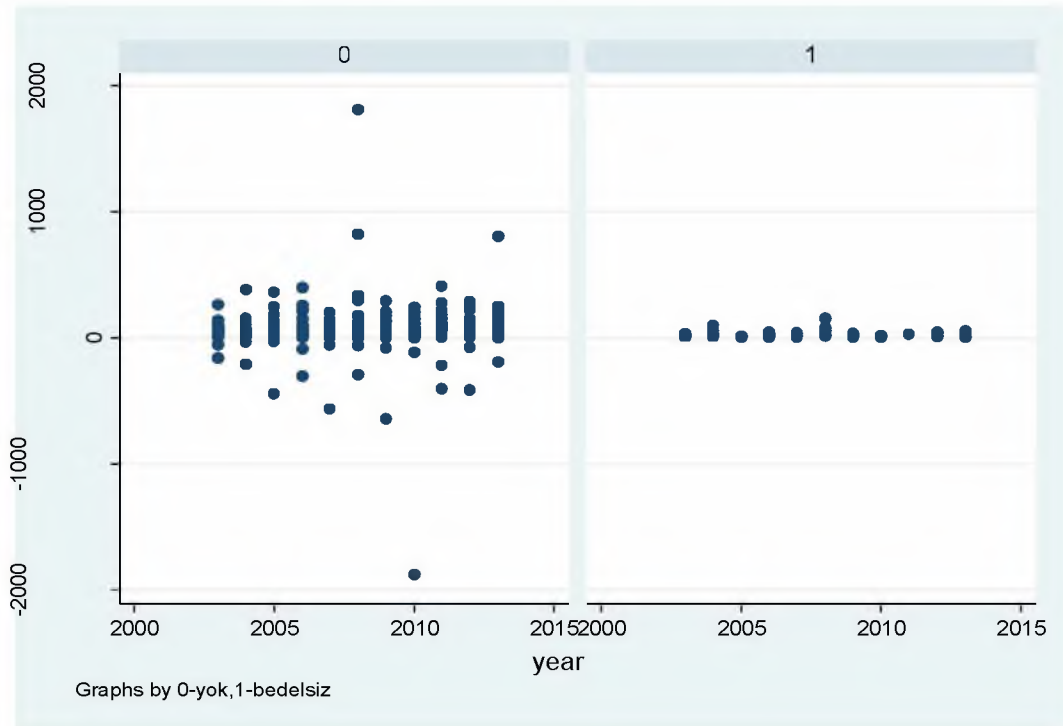
Şekil 27. FVKAMORTTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



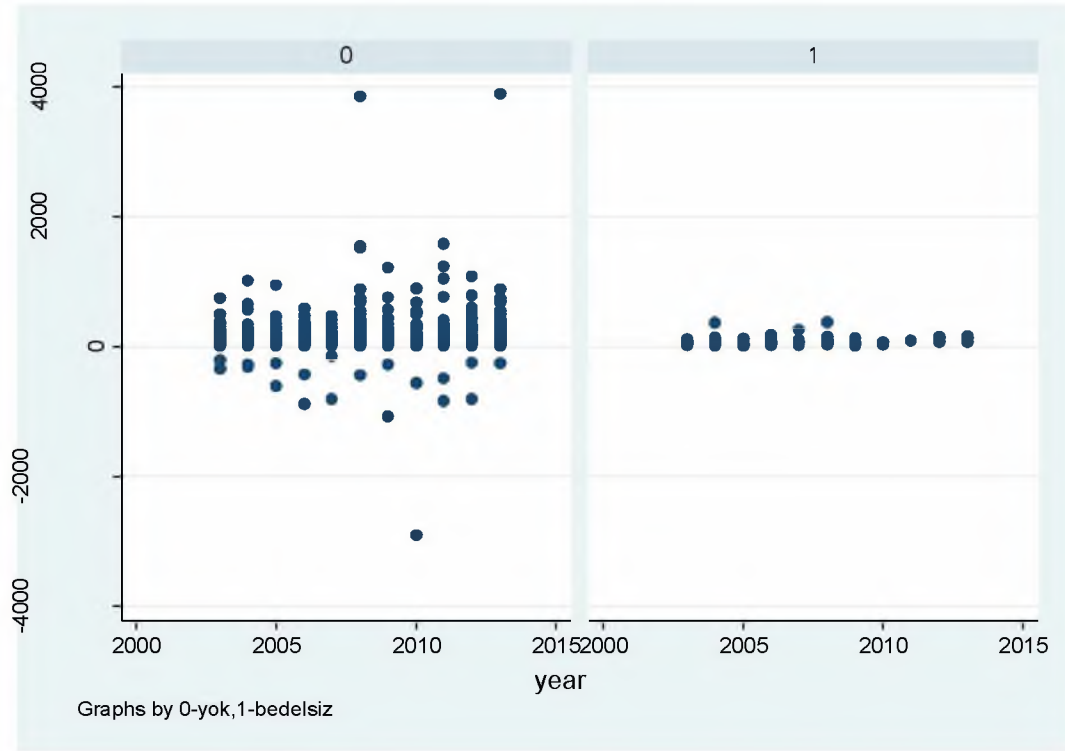
Şekil 28. ODSERZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



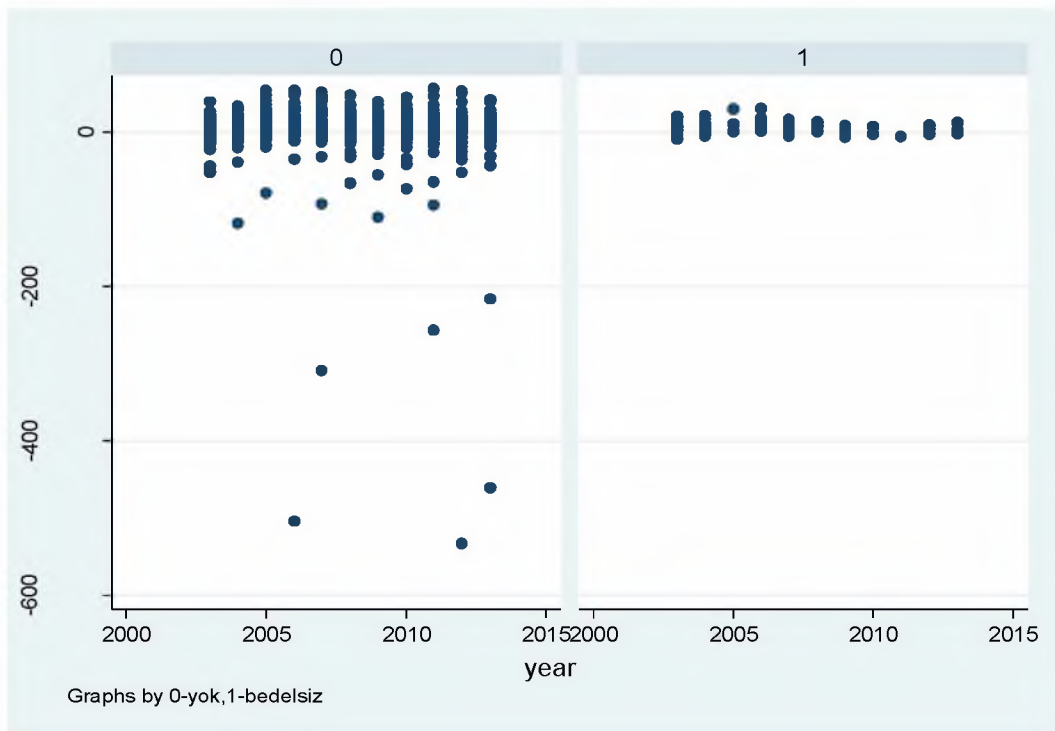
Şekil 29. UVYKZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



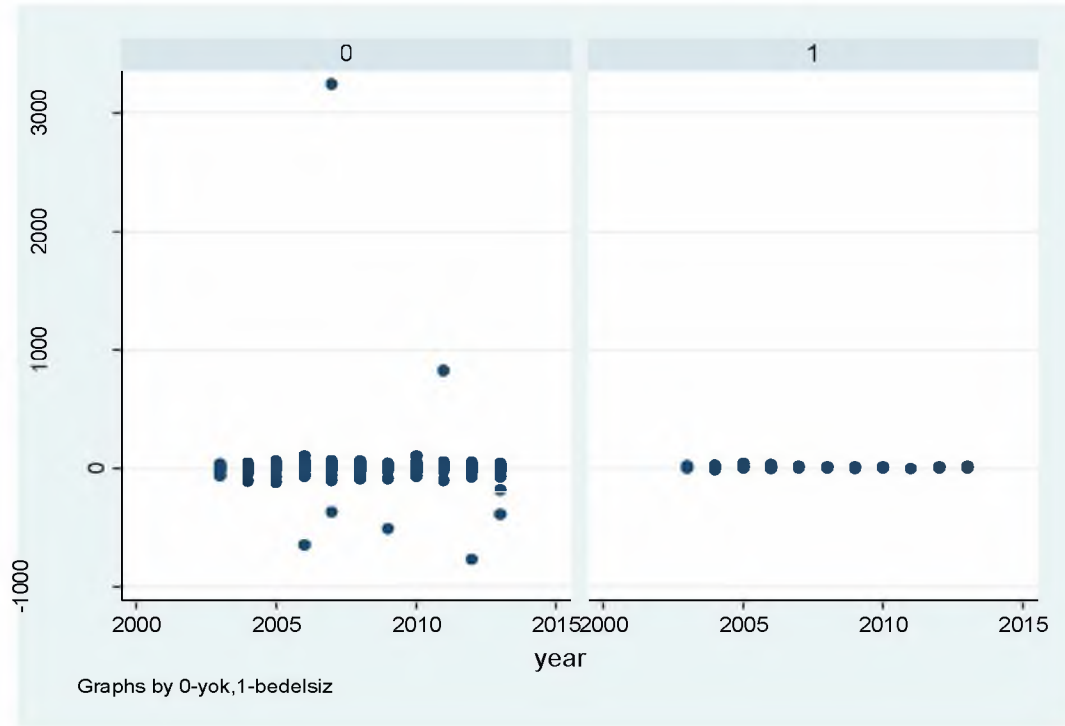
Şekil 30. TBZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



Şekil 31. EFKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği

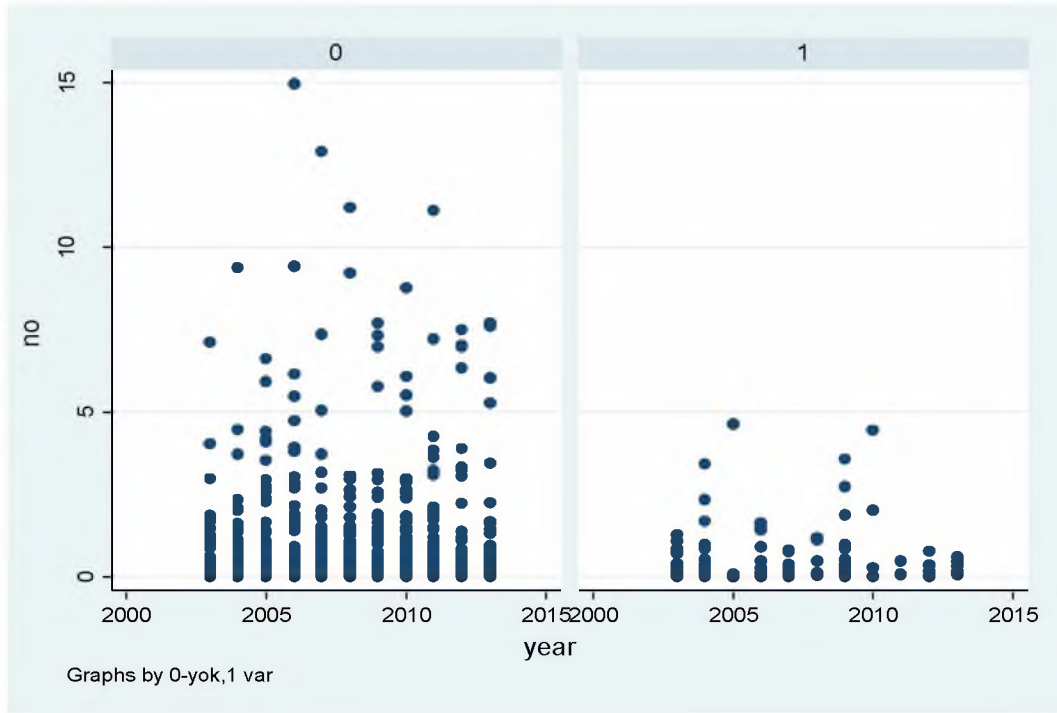


Şekil 32. FKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği

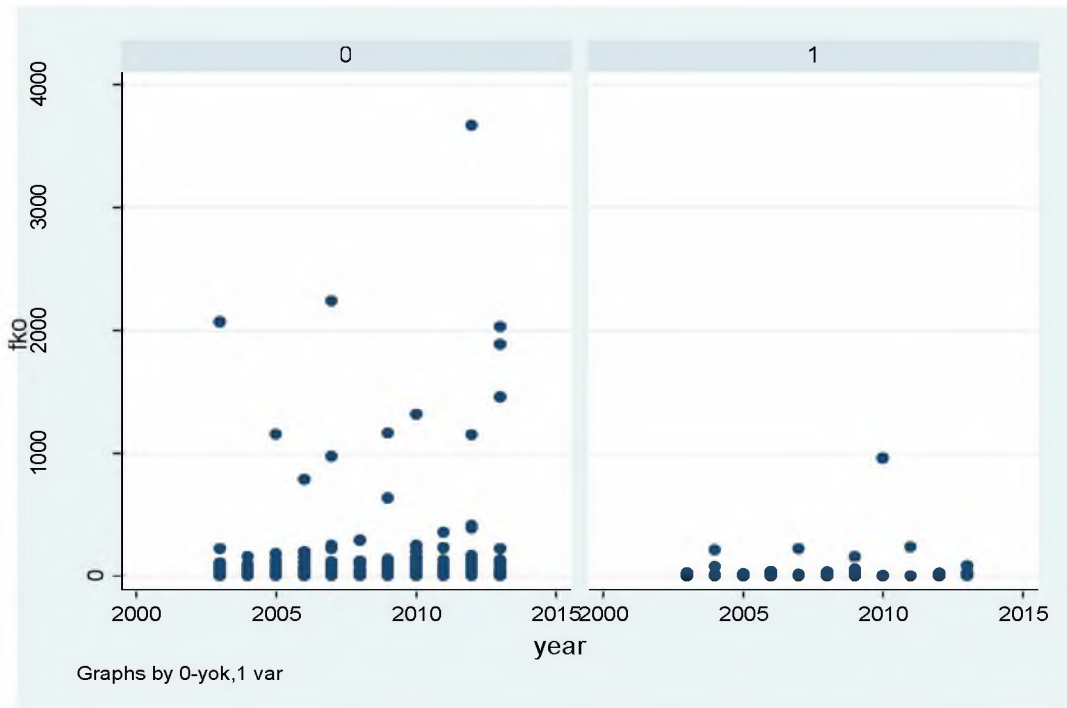


EK4: SA3 Bağımlı Değişkeni İçin Zaman Serisi Grafikleri

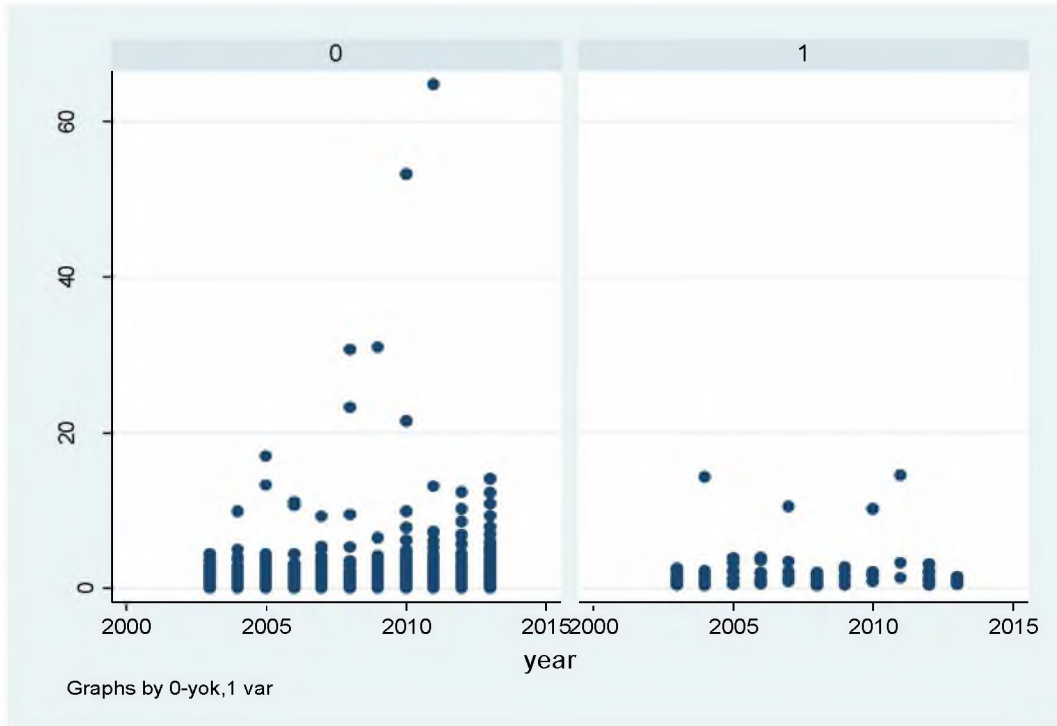
Şekil 33. NO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



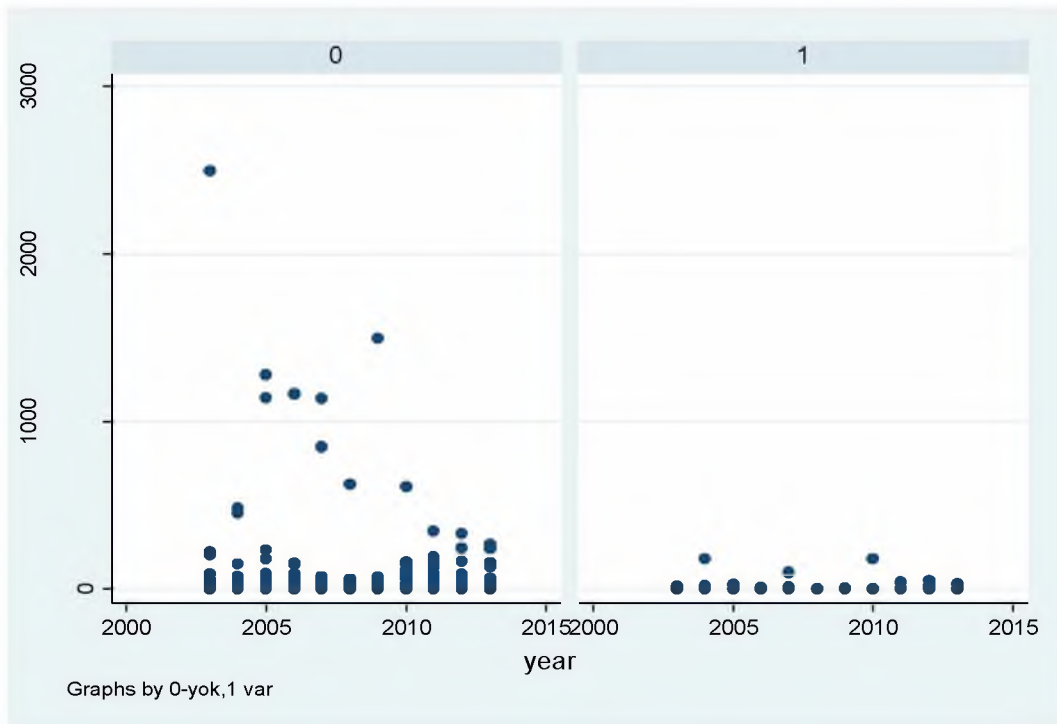
Şekil 34. FKO Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



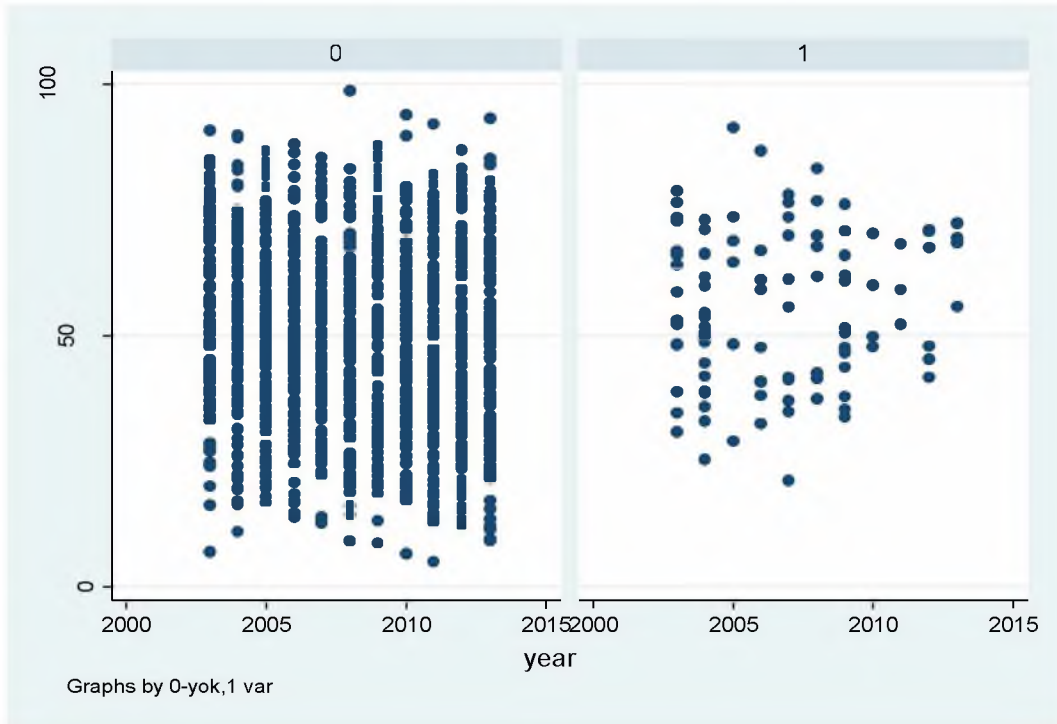
Şekil 35. PDDD Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



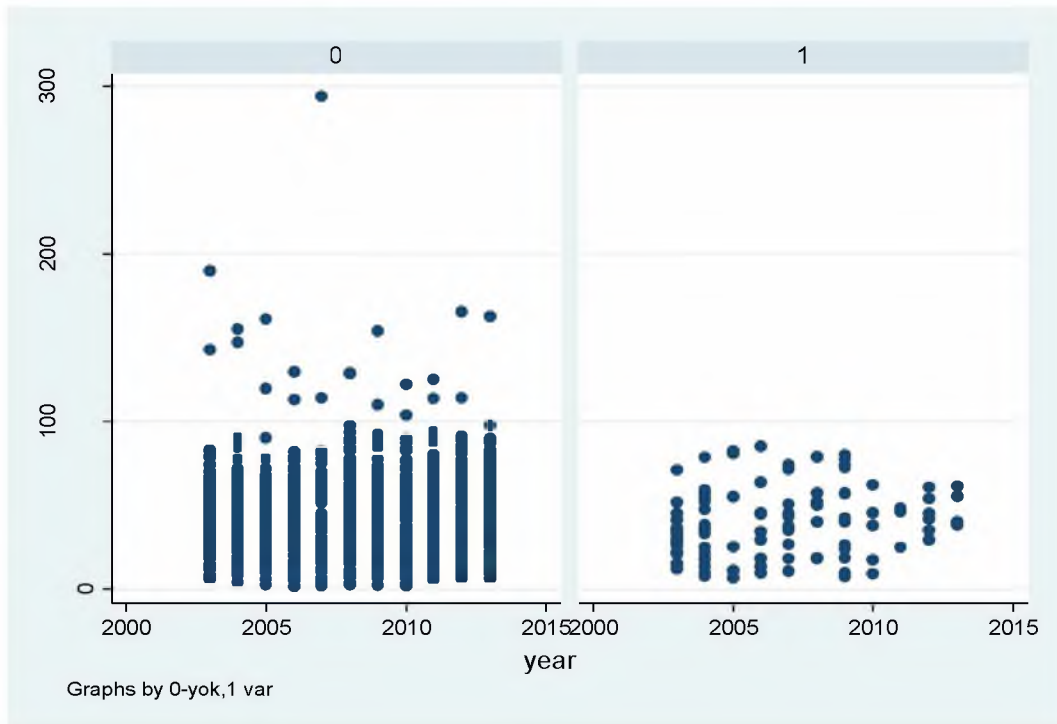
Şekil 36. DSHKF Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



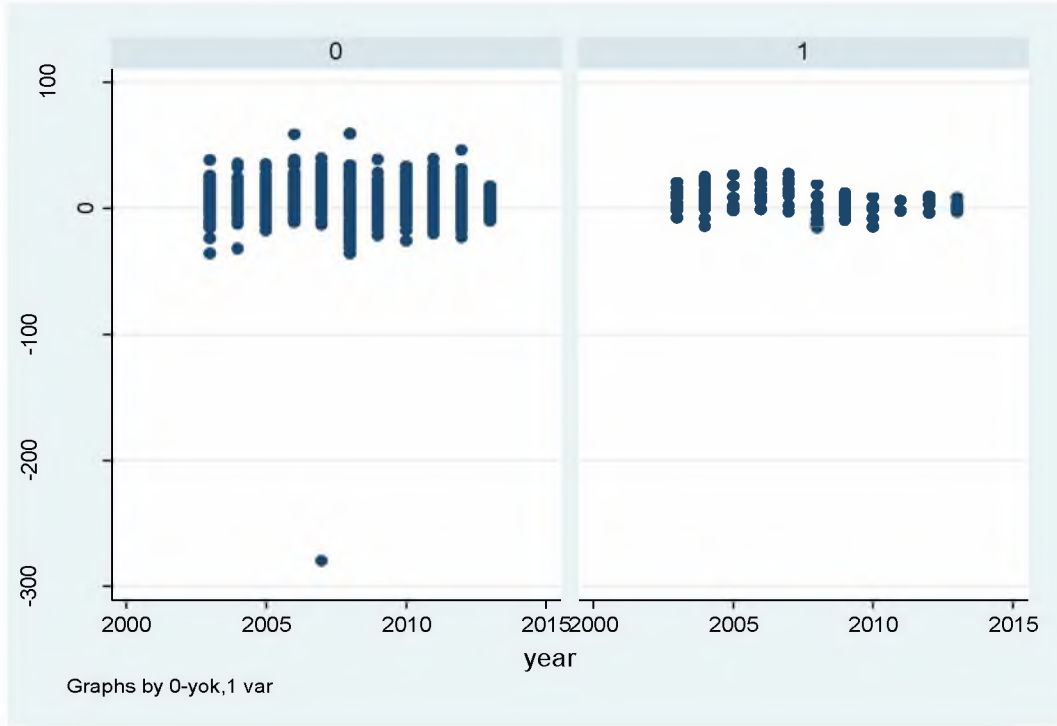
Şekil 37. DURVTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



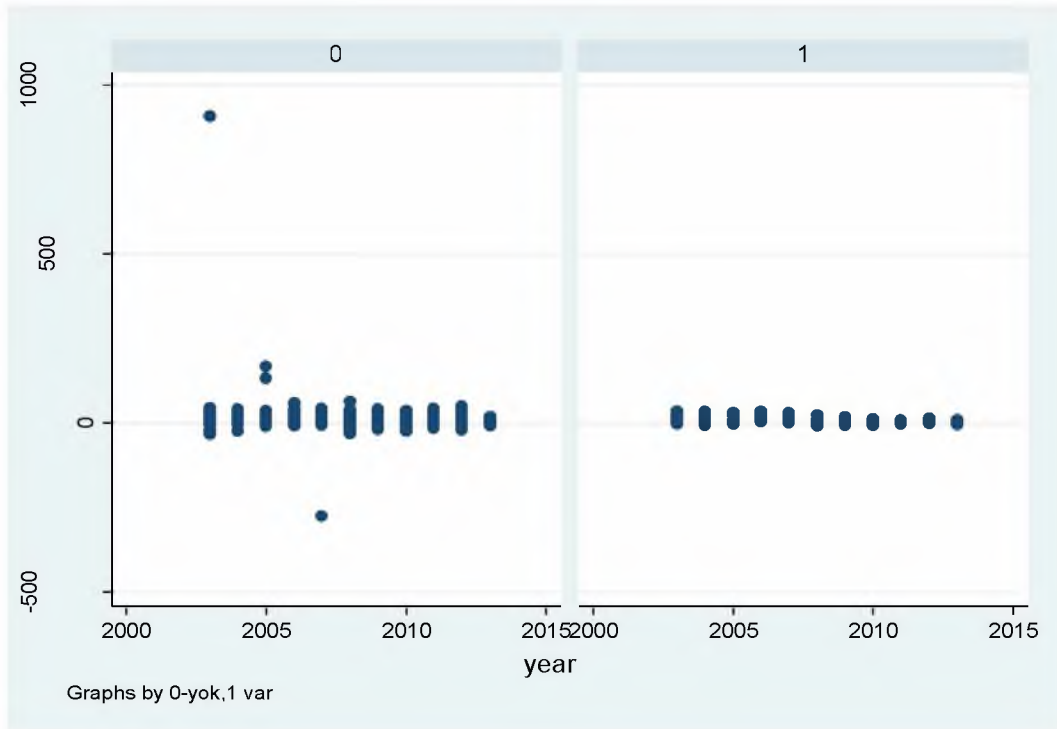
Şekil 38. TBTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



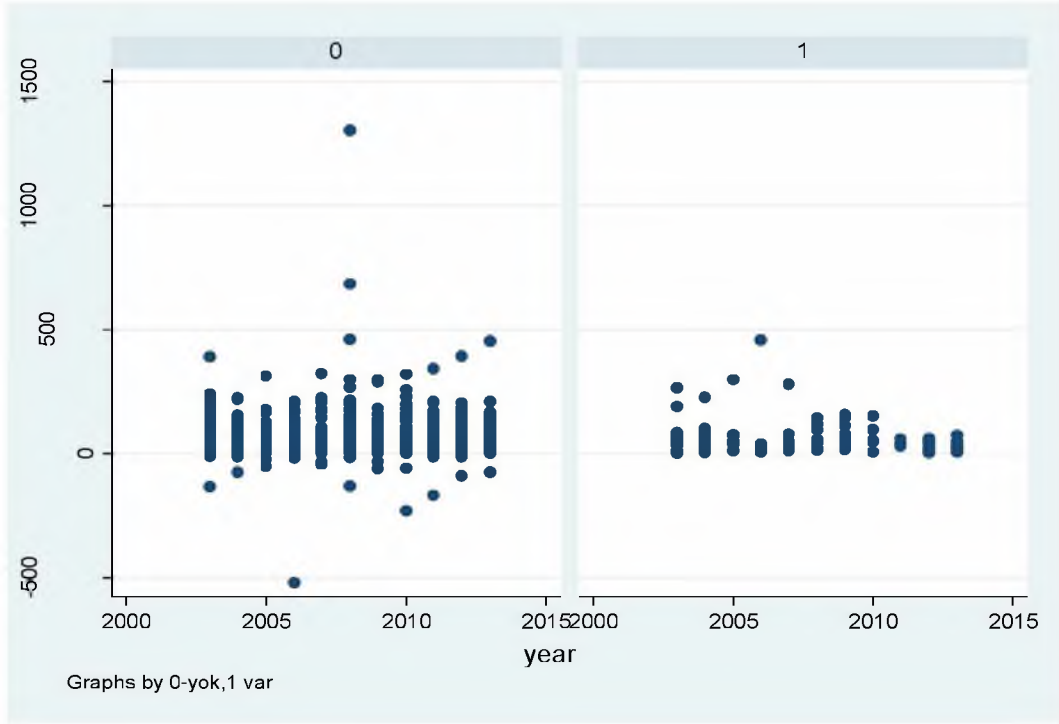
Şekil 39. FVKTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



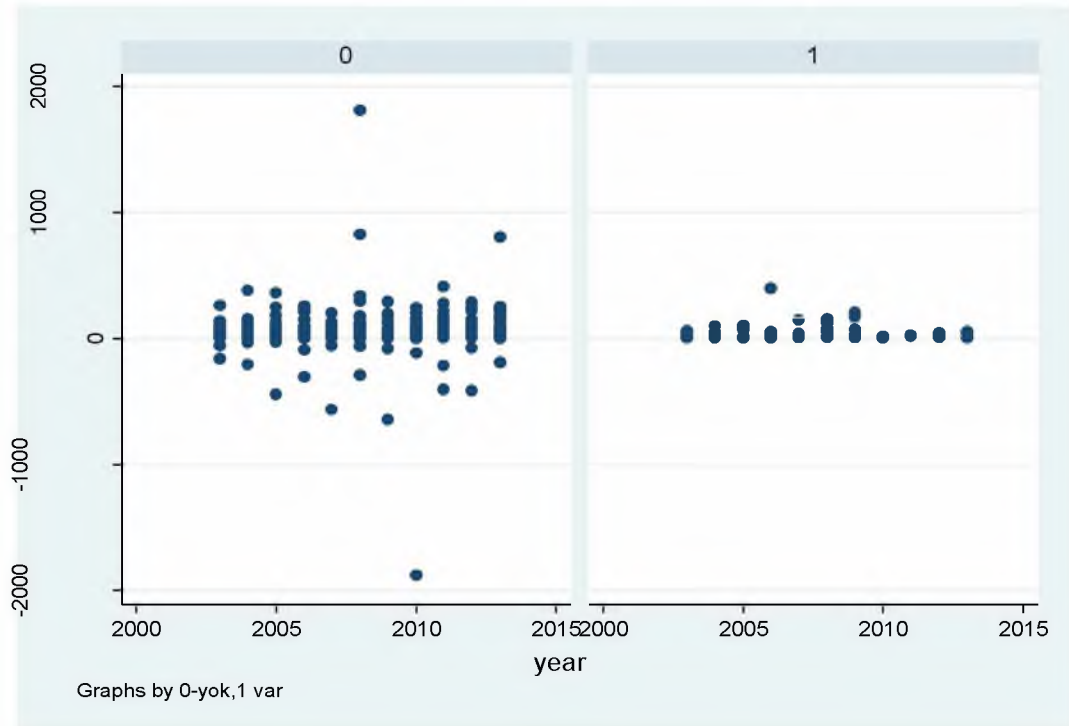
Şekil 40. FVKAMORTTA Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



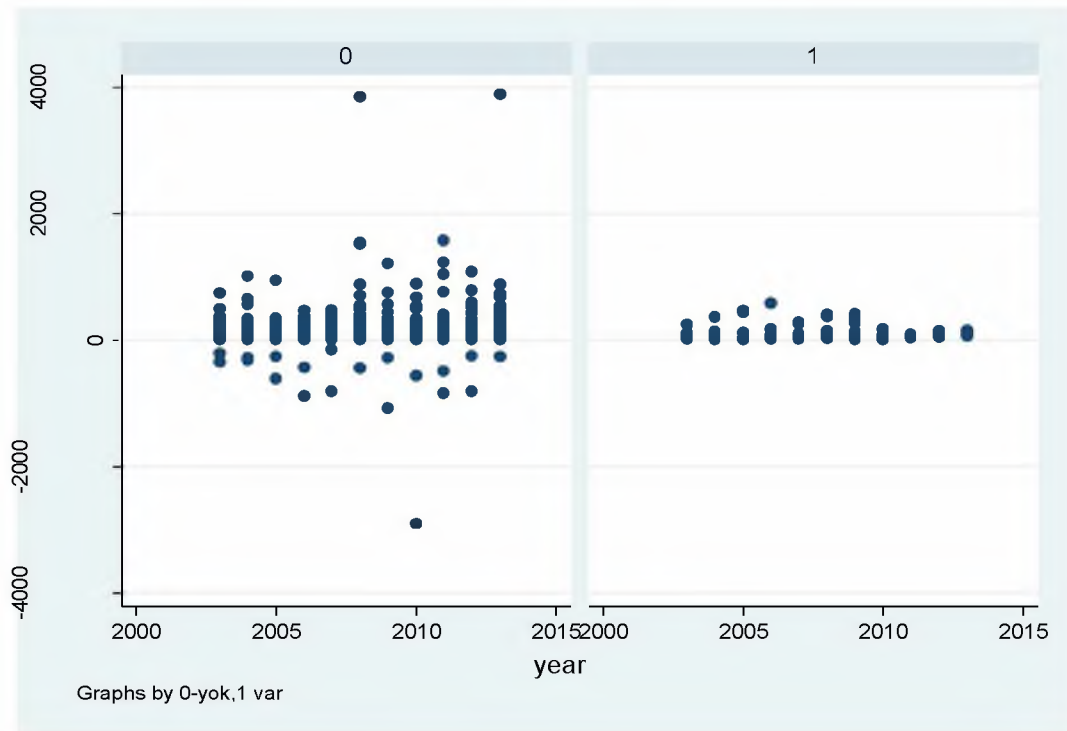
Şekil 41. ODSERZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



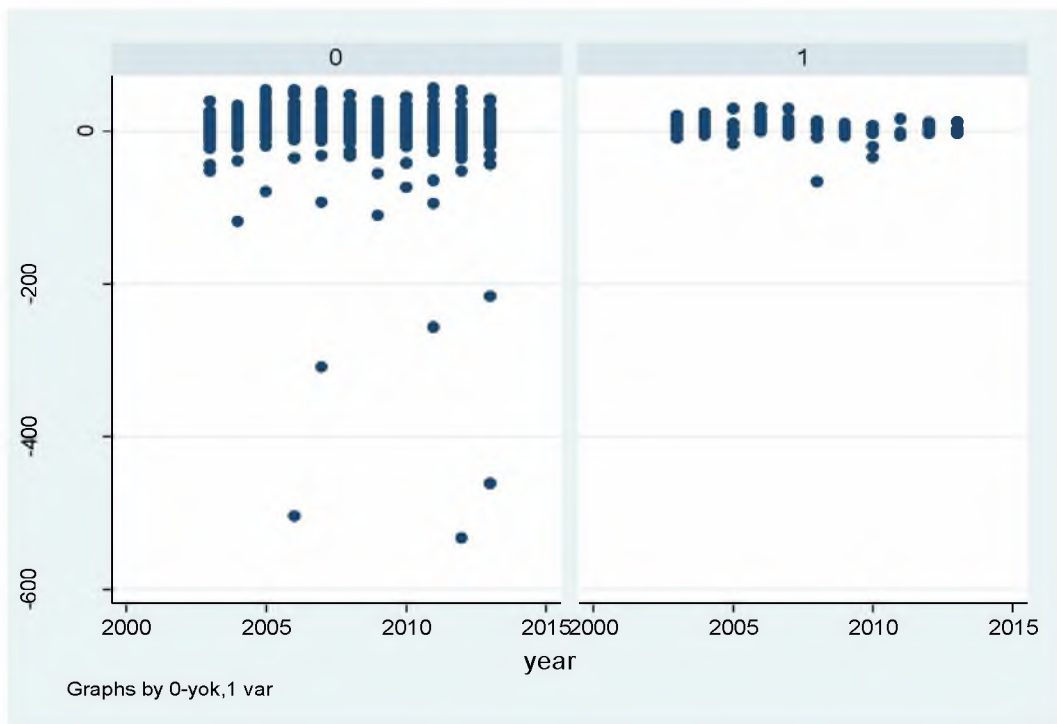
Şekil 42. UVYKZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



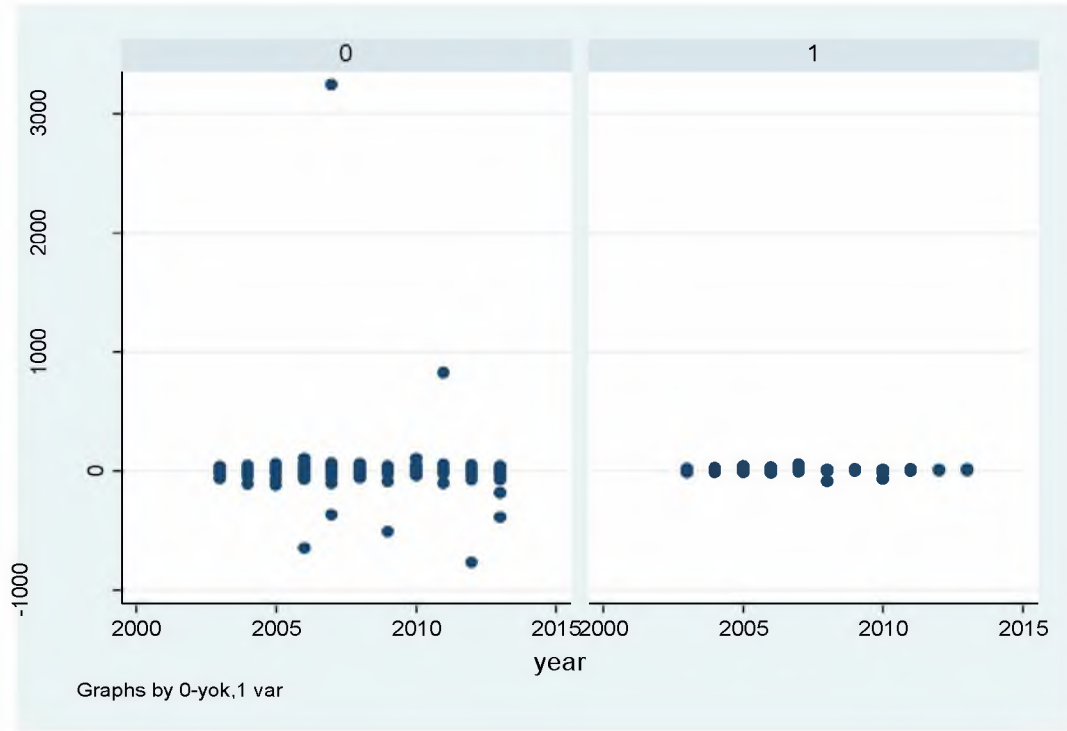
Şekil 43. TBZK Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



Şekil 44. EFKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



Şekil 45. FKSAT Değişkeni Zaman Serisi Grafiği



ÖZGEÇMİŞ

1969 yılında Nksar'da doğmuştur. İlk, Orta ve Lise tahsilini Nksar'da tamamladıktan sonra lisans eğitimini 1985-1989 yılları arasında Anadolu Üniversitesi Kütahya İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nde tamamlamıştır. 1990 yılında aynı üniversitenin Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Pazarlama bilim dalında yüksek lisans eğitimine başlamış, "Pazarlama'da Marka ve Dayanıklı Tüketim Mallarında Markanın Tüketici Tercihine Etkisi" tezi ile 1993 yılı Mart ayında yüksek lisansını tamamlamıştır. 1995 yılında Gaziosmanpaşa Üniversitesi'nde öğretim görevlisi olarak çalışmaya başlamış ve halen Tokat Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu'nda görevine devam etmektedir. Evli ve iki çocuk babasıdır.